

STOCKPICKER 

NEWSLETTER

Nr 2124 | 18 augusti 2024

BÖRSGLÄDJE - börsnedgången återtagen

LINC

Nytt köpläge s.4

HEXAGON

Kina fortsätter tynga s.5

ACCONEER

Ett evigt förhoppnings-
bolag? s.7

BLUE BIRD | FOREIGN AFFAIRS

En skolbuss man inte vill
missa? s.3

REVOLUTION RACE

Är tillväxtsagan verkligen
all? s.6

REFERENSPORTFÖLJEN

Nytt All-Time-High s.16 -17

Höstatturbulensen kom tidigt i år

Jacek Bielecki · jacek@stockpicker.se

Veckor som dessa är det inte särskilt svårt att hålla med Warren Buffett om hans påstående att aktiemarknaden är manodepressiv. Att börsen från tid till annan uppvisar volatilitet betecknade är de flesta av oss vana vid. Med det sagt får ändå de senaste veckornas börs-händelser betraktas som utomordentliga. Det kanske allra mest (o)lustiga är det faktum att ingen med säkerhet vet vad exakt som orsakade börskraschen i främst Japan.

Just det faktum att Nikkei stod i centrum gör att de flesta pekar ut den så kallade "carry trade"-strategin som den huvudsakliga orsaken. Själv är jag inte lika övertygad då det trots allt inte var helt oväntat att Bank Of Japan kunde höja räntan samt att även FED stod i begrepp att (förr eller senare) sänka den. Marknaden är som vi alla vet framåtblickande och inget av ovanstående torde ha kommit som en överraskning. Ändå blev det som det blev vilket får åtminstone mig att tro att nedgången antingen berodde på något annat eller var en kombination av olika faktorer som i brist på likviditet (semestertider) utmynnade i någon form av "perfekt storm" med just Japan som dess epicentrum.

Oavsett vad som nu var hönan eller ägget blev veckans inflationsdata hastigt och lustigt än mer intressant än vad den i vanliga fall hade varit. Förra veckans börsturbulens samt inte minst den höjda arbetslöshetsnivån i USA fick nämligen till följd att flertalet bedömare drog slutsatsen att FED redan nu befinner sig på efterkälken ("behind the curve" som uttrycket är på engelska) och att man därför sannolikt blir tvungna att komma med en dubbelsänkning i samband med nästa möte i mitten på september. En del ansåg rent av att centralbanken borde kalla till extra insatt möte ("emergency meeting") för att justera räntan så fort som möjligt.

Det är just den typen av utspel som jag ser som karakteristiska för manodepressivitet. Värt att påpeka är nämligen det faktum att inflationen är fortsatt förhöjd samtidigt som arbetslösheten om 4,3% är lägre än det historiska snittet. Åtminstone tidigare brukade man se 4-procentsnivån som ett läge då full sysselsättning råder. Sedan dess har den amerikanska

arbetsmarknaden vuxit i omfång som en följd av en tämligen kraftig migration.

Anledningen till att marknaden plötsligt fick kalla fötter stavas "Sahms regel" (se faktaruta). Ett begrepp som jag antar att de allra flesta aldrig hade hört talas om förrän nyligen men som numera är vida känt. Anledningen är förstås att motsvarande ökningstakt av arbetslösheten som i år har åtminstone tidigare inneburit att den amerikanska ekonomin var på väg in i en recession. Och eftersom ordet recession och börsrekord rimmar illa, blev det förstås stora rubriker och en del kanske inte helt genomtänkta uttalanden.

Julis KPI siffra i USA blev 2,9% vilket var i linje med förväntningarna som antydde att den skulle landa kring 2,9–3,0% (beroende på vem som var tillfrågad). Rensad för volatila livsmedel- och energipriser uppgick den till 3,2% vilket i sig inte torde motivera någon räntesänkning om man skall vara helt krass. Det är nämligen en bra bit över policyn om 2%. Marknaden räknar trots det att FED bjuder på sin första räntesänkning redan i september. Frågan man ställer sig nu är snarare hur stor den blir.

Skulle räntan sänkas i september får jag sannolikt ställa mig i prognosmakarnas skamvrå (tur för min del att det handlar om en välbesökt sådan). Jag har som bekant framfört åsikten att räntesänkningen borde stängas igen i slutet juli av det enkla skälet att jag betraktade mitten på september som lite väl nära inpå valdagen. En sänkning i mitten på september skulle kunna uppfattas som ett politiskt utspel från FED som alltid försökt framhäva sitt politiska oberoende.

Politisk korrekthet till trots tyder det mesta nu på att FED ändå väljer att sänka. Någon 50-punkters sänkning (eller extrainsatt räntemöte) tror jag dock inte på för vad det nu är värt. Dels av ovan nämnda anledning, dels eftersom det sannolikt skulle sända en signal om att man ser något som ännu inte riktigt syns i siffrorna. Per idag finns det helt enkelt ingen anledning till panik om inget oförutsett inträffar vilket det ju i och för sig har benägenhet att göra då och då. En brasklapp skulle kunna vara den årliga revideringen av arbetslösheten som görs varje år i augusti och som en del bedöma-

SAHMS REGEL

Sahms regel är en empirisk regel som utvecklats av Claudia Sahm, en ekonom vid Federal Reserve. Den används för att identifiera början på en recession baserat på förändringar i den amerikanska arbetslöshetsgraden. Som analysunderlag används ett tremånaders genomsnitt av den nationella arbetslöshetsgraden som därefter jämförs sedan med det lägsta tremånadersgenomsnittet under de föregående 12 månaderna. Om det senaste tremånadersgenomsnittet är 0,5 procentenheter högre än det tidigare lägsta genomsnittet, så blir slutsatsen enligt Sahms regel att en recession har börjat.

re spekulerar kan medföra avsevärd justering av redovisade sysselsättningsdata. I dagsläget handlar det dock mer om spekulationer än fakta.

Den som hoppas på resoluta sänkningar från FED bör nog generellt sett tänka sig för vad man önskar. Kraftiga räntesänkningssyklar sker i regel när ekonomin försvagas markant och sådant går normalt sett hand i hand med fallande vinster som ju till mångt och mycket är det som styr börsernas utveckling över tid. Stillastående eller till och med stigande räntor parade med god konjunktur är således att föredra före fallande räntor och lågkonjunktur.

Ovan gäller förstås för USA eftersom den börsen är drivande för börsutvecklingen globalt som en följd av att USA står för merparten av världens samlade marknadsvärde. Vad som händer med såväl konjunktur som ränta hemma i Sverige är i grund och botten inte lika intressant ur börssynvinkel. I Sverige har vi haft en lågkonjunktur och (förhållandevis) höga räntor ett bra tag och detta till trots har Stockholmsbörsen sökt sig upp mot nästintill rekordnivåer eftersom det i huvudsak är storbolagen med världen som spelplan som är drivande på indexnivå.

En ny svensk räntesänkning nästa vecka lär därför inte förändra läget i någon större omfattning. Förhoppningsvis kan den dock hjälpa till att få fart på de ekonomiska hjulen. Ackompanjeras räntelättnader dessutom med en offensiv budget från regeringshåll (med satsningar på bl.a. infrastruktur) kan det mycket väl bli bättre fart på den svenska ekonomin. Det lär möjligtvis inte påverka OMXS30-index men borde ha betydelse för den mer lokalanknutna småbolagssektorn. Låt oss i alla fall hoppas att så blir fallet. ■



BLUE BIRD – En skolbuss man inte vill missa?

CHANS

BLBD

NASDAQ USA

47,95 USD

TEXT: Axel Stenman

Blue Bird Corporation grundades för nästan 100 år sedan och har varit noterad på Nasdaq USA i knappt ett decennium. Trots att det amerikanska företaget är en av de tre största producenterna av skolbussar i USA, har Blue Bird ett relativt blygsamt börsvärde i amerikanska mått mätt på drygt 1,5 miljarder dollar.

Aktieägarnas resa sedan noteringen har varit allt annat än linjär. Mellan räkenskapsåren 2017/18 och 2020/21 föll försäljningen från en bit över en miljard usd till under 700 miljoner usd. Dessutom redovisade bolaget en rörelseförlust på cirka 41 Musd 2021/22, trots en viss återhämtning i försäljningen. Orsakerna bakom problemen var många, men företaget drabbades särskilt hårt av kontrakt utan inflationsskydd, en svalare marknad samt att tillväxtsatsningar tärde på lönsamheten och kassaflödet.

2023 fick både verksamheten och aktien dock ett uppsving, en positiv trend som fortsatt under 2024. Den starka utvecklingen tillskrivs främst Blue Birds omställning från fossildrivna- till eldrivna bussar, där lönsamheten är betydligt högre och amerikanska staten bidrar med stöd genom olika initiativ.

Bolagets brutna räkenskapsår sträcker sig till sista september, och föregående räkenskapsperiod (2022/23) blev ett rekordår med en omsättning på över 1 100 Musd, en ökning från 801 Musd året innan, samt en justerad nettovinst på 35 Musd (-36). Efter tre starka kvartal förväntas nu omsättningen och vinsten överstiga 1 300 respektive 100 Musd för räkenskapsåret 2023/24.

Mellan september 2023 och juni 2024 (Q1–Q3) sålde Blue Bird över 6 500 bussar, vilket är 136 fler än under motsvarande period året innan. Orderstocken den 30 juni 2024 låg på cirka 5 200 bussar, motsvarande cirka 775 Musd, vilket i princip är oförändrat från året innan.

Blue Birds transformation har varit imponerande, men frågan är om detta redan är inprisat i aktiekursen? Aktien

handlades så lågt som 8 usd i oktober 2022, men står för närvarande i närmar 50 usd och bara i år har kursen stigit med över 75%.

Det här är ett resultat av att bolaget det senaste året ett flertal gånger justerat upp sin vinstprognos och höjt sin långsiktiga guidance. Tack vare ett kraftigt förbättrat kassaflöde har Blue Bird dessutom blivit av med sin skuld. Ledningens prognos för innevarande år är en omsättning på 1 300 – 1 330 Musd (1 133) och en justerad EBITDA-marginal på cirka 13% (8). Det fria kassaflödet, justerat för bland annat för större produktdesignändringar och kostnadsbesparingsinitiativ, förväntas uppgå till 80–90 Musd (121).

Resultaten för Q4, och tillika hela räkenskapsåret, presenteras den 25 november, och det är nog rimligt att anta att det sista kvartalet kommer att vara hyfsat i linje med ledningens senaste prognos. Vid nuvarande aktiekurs handlas företaget då till en EV/EBITDA-multipel på 9x och en EV/FCF-multipel på 19x.

Frågan är om den senaste tidens starka utveckling kan hålla i sig. En sak som starkt talar för det är att mindre än 4 000 av de totalt 480 000 skolbussarna i USA är eldrivna. Samtidigt finns många statliga initiativ för att förnya fordonsflottan, exempelvis EPA Clean School Bus Program och California's Hybrid and Zero-Emission Truck & Bus Voucher Incentive Project. Under de kommande 18 månaderna spås det att hela 1,5 miljarder usd ska betalas ut i statligt stöd för detta ändamål, varav omkring 30% kan tillfalla Blue Bird.

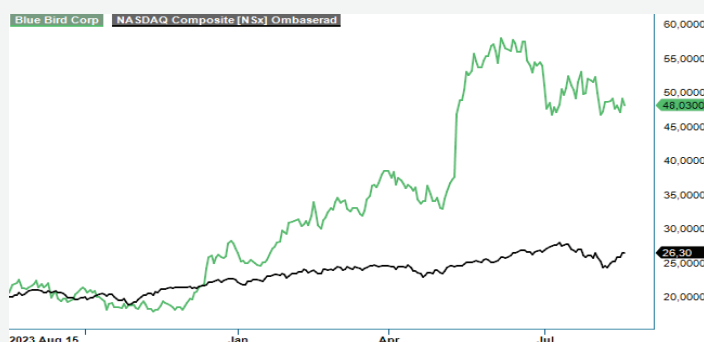
Värt att notera är dock att bensin- och dieseldrivna fordon fortfarande står för merparten av Blue Birds intäkter. Under det senaste kvartalet

sålde bolaget 2 151 bussar, varav endast 204 var eldrivna. För närvarande står de eldrivna skolbussarna därmed för endast 10% av bolagets totala försäljningsvolym, vilket innebär att det finns gott om utrymme att öka denna andel. Försäljningspriset på eldrivna skolbussar uppskattas dessutom vara tre till fyra gånger högre än för fossildrivna dito.

Vår bedömning är att Blue Bird har goda möjligheter att fortsätta sin tillväxtresa, med en omsättning som redan nästa räkenskapsår (2024/25) kan ligga en bra bit över 1,4 Mdr usd. Med en högre andel levererade eldrivna skolbussar borde även marginalen förbättras något, och på vår prognos för kommande räkenskapsår landar EV/EBIT-multipeln på cirka 10x. Attraktivt för ett skuldfritt bolag där det inom en överskådlig framtid kan bli aktuellt att dela ut en del av vinsten eller att köpa tillbaka aktier.

Risken finns dock att den senaste tidens positiva utveckling inte är starten på något nytt, utan att Blue Bird återgår till tidigare mönster. Det mesta talar dock för att efterfrågan på skolbussar kommer att förbli hög under en längre tid och vi ser därför aktien som intressant kring dessa nivåer. En kurs på uppemot 60 usd inom 12 månader skulle inte förvåna oss ifall den goda trenden håller i sig.

Affärsförslaget ska dock betraktas som spekulativt, främst till följd av att Blue Bird är ett relativt litet företag på andra sidan Atlanten och att historiken (som noterad aktör) lämnar en del i övrigt att önska. ■



LINC – Nytt köpläge?

KÖP

LINC

MID CAP

89,3 kr

TEXT: Jan Axelsson

Att det är svårt och fullt av fallgropar att investera i små och medelstora forsknings- och läkemedelsföretag är sedan länge en vedertagen sanning. Vi satte därför i slutet av december ifjol istället en köprekommendation på Linc på Mid-Cap-listan. Företaget som är ett investmentbolag inom nordisk Life Science-industri investerar i såväl privata som publika bolag inom både forsknings- och verksamhetsdrivande bolag. Bolaget har innehav i cirka 15 noterade bolag och ungefär lika många onoterade bolag i portföljen, vilket sänker risken betydligt jämfört med alternativet att bara äga någon eller ett fåtal motsvarande aktier själv.

Bidragande till köprekommendationen var även den erkänt duktige placeraren Bengt Julander som grundade bolaget och äger nästan 60% men även att företagets vd Karl Tobieson och finanschefen Thomas Bergh har betydande poster i bolaget. Båda kommer i sin tur från börsnoterade Medcap men jobbar sedan 2020 hos Linc.

Med facit i hand kan man heller inte klaga på utvecklingen även om aktien gick trögt under våren. I april började dock kursen röra sig och ännu bättre fart blev det i maj när det japanska företaget Asahi Kasei lade ett bud på innehavet Calliditas Therapeutics som värderade bolaget till 208 kronor per aktie, en budpremie på över 83%. För Linc innebar affären att värdet på Calliditas-innehavet steg till cirka 1,2 miljarder (man ägde 10% av kapitalet).

I början av juni överträffade aktien därefter den i omgångar höjda riktkursen 90 kr, vilket gav en kursuppgång på mer än 35% på lite drygt fem (5) månader. Aktien nådde därefter även 100 kronorsstreck och lite till i juli (103,40 kr som högst) innan rekylen på börsen slog till. I samband med den föll kursen som mest till dryga 85 kr i början av augusti och handlas i dagsläget några kronor högre.

Frågan är nu om det inte återigen är köpläge i aktien?

Vi tror att så faktiskt är fallet då flertalet av de saker som gjorde att vi gillade aktien tidigare fortfarande gäller. Dels är vi i grunden positivt inställda till flera av de större innehaven i bolagets portfölj såsom C-rad, Medcap, Stille och Sedana. Dels handlas aktien nu återigen nära substansvärdet, det vill säga marknadsvärdet på den noterade portföljen samt det uppskattade värdet på de onoterade innehaven samt likvida medel. Så har inte alltid varit fallet. I samband med börsnoteringen i maj 2021 värderades Linc tidvis med en premie kring 70% och innan nedgången i augusti en premie om närmare 20%. Numera är denna premie inte högre än cirka 6–7%.

Premiervärderingen förklaras i sin tur av dels ett högt förtroende för bolaget och ledningen men också att bolaget ofta tidigt får chansen att investera i spännande projekt eller intressanta nyemissioner, där man som privatperson inte kan eller har mycket svårt att få tilldelning. Den typen av möjligheter torde dessutom vara extra goda i dagsläget då det är riktigt svårt att ta in pengar för högriskbolag inom Life science och läkemedel.

Förutom budet på Calliditas under Q2 har inte speciellt mycket hänt. Linc har investerat i ACE health AB som blir ett nytt onoterat portföljbolag. I samband med investeringen förvärvades även EKG-diagnostikbolaget Fysiologic, baserat i Amsterdam. Lincs ägande uppgår till 50%. En börsnotering har även gjorts av Cinclus Pharma som dock inte kan beskrivas som någon succé. Aktien handlas idag närmare 25% lägre än noteringspriset. Linc som ökade ägandet från 4,1% till 4,5% investerade dock bara 10 Mkr i emissionen. Investmentbolaget har även ökat ägandet i C-rad och Sedana Medical. I C-rad ökar ägandet från 4,2% av kapitalet och 6,3% av rösterna till 7,6% av kapitalet och 11,9% av rösterna.

I Sedana ökade ägandet från 10,2% till 10,9% av kapitalet. Linc har utöver detta deltagit i ett par emissioner.

Sammanfattningsvis tycker vi att Linc återigen är klart intressant efter en ganska betydande nedgång för aktien i början av augusti (cirka -15%). Flera av bolagets större innehav utvecklas starkt operativt samtidigt som värdeutvecklingen för flera av dessa har varit relativt svag, vilket ger fortsatta revanschmöjligheter under resten av 2024 och framåt. Den långsiktiga potentialen i många av innehaven är också betydande över tid, däribland bolag som Medcap, Sedana, Stille, och C-rad där de tre sistnämnda redan finns i vår Top Picks-lista. Substanspremien som tidigare stundtals har varit betydande är därtill nu återigen låg i ett historiskt perspektiv. I inledningen av augusti har substanspremien legat kring 6–7%, vilket är historiskt lågt och kan jämföras med stundtals uppåt 20% så sent som i juli. Det är knappast en avskräckande premie i ett bolag där vi har ett högt förtroende för ledningen och där man som sagt får chansen att investera i spännande projekt eller intressanta nyemissioner, där man som privatperson inte kan eller har mycket svårt att få tilldelning.

Vi sätter således återigen köp på aktien och anger denna gång riktkursen till 105 kr (90), vilket är omkring den kursnivå som bolaget handlades kring innan augustirekylen slog till. På sikt kan vi tänka oss högre kursnivåer. Det är inte för inte som Bengt Julander har blivit miljardär och frågan är egentligen om inte Linc är en aktie att lägga i den berömda "byråådan". ■

INNEHAVSREDOVISNING

Jan Axelsson



HEXAGON – Kina fortsätter tynga

NEUTRAL

HEXA B

LARGE CAP

103,05 kr

TEXT: Fredrik Larsson

Hexagons aktie har tappat ca 10% sedan vi senast uppdaterade vår syn på bolagets aktie (Newsletter 2109). Sett i efterhand framstår beslutet att slopa vår köprekommendation tidigare ha varit rätt. För den som inte minns det berodde beslutet på utvecklingen i Kina som visade tydliga tecken på svaghet. Kina är en marknad som är oerhört viktig för Hexagons tillväxtutsikter.

För Q2 redovisade Hexagon en oförändrad underliggande försäljning, jämfört med marknadens snittprognos på en organisk intäkstillväxt på 3%. Det är främst en svag efterfrågan inom fordonsbranschen och maskinbearbetning samt nedgången i den globala byggkonjunkturen som ligger bakom Hexagons oförändrade tillväxt. Det finns enligt ledningen en tydlig tveksamhet på marknaden till investeringar i anläggningstillgångar snarare än i mjukvara och digitala produkter.

När det gäller industrin är utvecklingen speciellt svag i just Kina omen även i Centraleuropa. I Asien rapporterade Kina en organisk tillväxt på -4%, med oförändrad tillväxt inom Manufacturing Intelligence och en betydande nedgång inom Geosystems relaterad till en svag byggmarknad.

I EMEA rapporterade Västeuropa 2%

organisk tillväxt. Nordamerika visade på en negativ organisk tillväxt om -2%, vilket förklaras av en nedgång inom infrastruktur- och byggmarknaderna för Geosystems.

Marknadsläget väntas vara fortsatt svagt inom bygg- och fordonsindustrin även under innevarande kvartal. Trots detta förväntar sig Hexagon en stabilitet för marginalerna. Ett positivt tecken är att koncernens marginaler fortsätter förbättras. Rörelsemarginalen steg med 0,6 procentenheter jämfört med för ett år sedan och landade på 29,5% (28,9). Samtidigt nådde bruttomarginalen en rekordhög nivå på 67,3% (65,6). Förbättringen förklaras av en starkare mjukvarumix, fortsatt prissättningskraft samt proaktiva åtgärder att avveckla verksamheter med låga marginaler inom Manufacturing Intelligence och Safety, Infrastructure and Geospatiala under 2023.

Produkter som lanseras under Q3 bör förbättra tillväxtutsikterna. I Q3 spår vi att den organiska tillväxten sannolikt blir i nivå med Q2. Inga ytterligare kostnadsbesparingsprogram planeras och VD Paolo Guglielmini verkar vara övertygad om att efterfrågan kommer att öka allra senast i början av 2025.

Historiskt har Hexagon varit duktiga på att hitta nya tillväxtmöjligheter.

OM BOLAGET

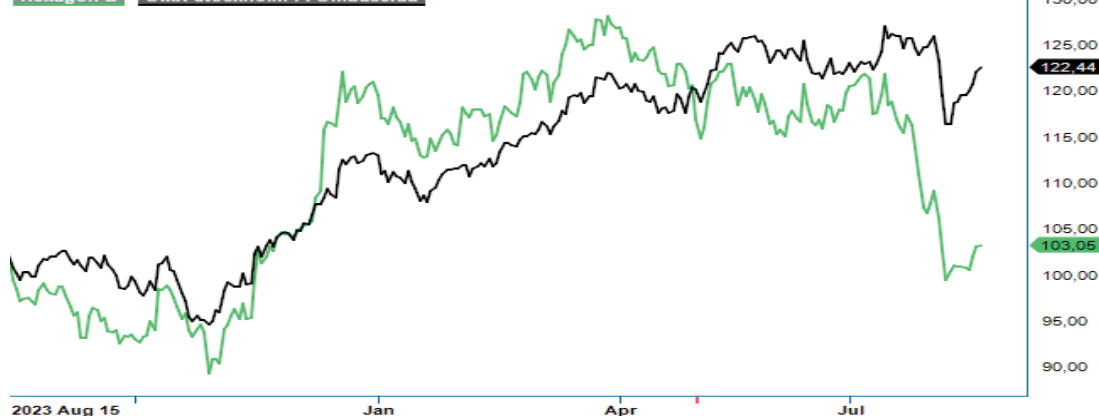
Hexagon är en leverantör av tekniska lösningar och specialiserar sig inom utveckling av informationsteknologi som används inom geospatiala och industriella applikationer. Bolagets lösningar integrerar bland annat sensorer, mjukvara, industrikunskap och kunders arbetsflöden till informations-ekosystem. Hexagon har sitt huvudkontor i Stockholm men kunderna återfinns på global nivå inom många olika branscher.

Vi tror att bolagets förutsättningar för detta även i framtiden är goda. Det finns tex flera innovationer inom bolagets Manufacturing Intelligence-verksamhet, och Commercial Aerospace. Hexagons ambition är att erbjuda de bästa lösningarna på marknaden vad gäller optiska teknologier och mjukvara.

Q2-rapporten bekräftar Stockpickers syn på att koncernens marginaler är motståndskraftiga mot volymtapp. När marknaden väl åter tar fart ser vi Hexagon som bra positionerat för att kunna växla upp. Därmed bör bolaget kunna förbättra marginalerna ytterligare något med draghjälp av genomförda effektivitetsåtgärder.

Ovanstående till trots väljer vi dock att förbli neutralt inställda till bolagets aktie fram tills vi ser en tydlig vändning i Kina samt den globala byggmarknaden. Innan dess har vi svårt att identifiera några tydliga kurstriggers trots en mer gynnsam värdering än på länge. Fundamentalt är vår riktkurs 125 kr (130). ■

Hexagon B OMX Stockholm PI Ombaserad



RVRC – Är tillväxtsagen verkligen all?

KÖP

RVRC

MID CAP

46,66 kr

TEXT: Jacek Bielecki

INNEHAVSREDOVISNING

Jacek Bielecki

Den svenska outdooruppsäckaren Revolutionrace har haft ett motigt år på börsen så här långt. Det kan till viss del tillskrivas det faktum att bolaget har fått justera ned sina finansiella mål i takt som marknaden har blivit mer utmanande men frågan är om inte kursnedgången om 20-25% från årsskiftet i första hand beror på att de två huvudägarna, Altor och grundarparet Nyrensten, har valt att sälja sina aktier på ett sätt som tydliggör att de avser att trappa ned sitt engagemang. Det faktum att man sålt på relativt låga nivåer (48-51 kr senast) och ej brytt sig om att hitta lämpliga köpare till posterna har medfört att deras ägande har blivit en våt filt över aktien. Det är inte vidare märkligt då de båda ägarna alltjämt förfogar över 35% av aktiekapitalet i bolaget och kan inom kort återigen välja att försöka avyttra delar av sina innehav (ingångna inlåsningsavtal går ut i augusti respektive september).

Givet de utmanande marknadsförhållanden som råder är det annars svårt att klaga på bolagets prestation under räkenskapsåret 2023/2024 som avslutades i juni. Revolutionrace, som alltså säljer friluftskläder på nätet (utan mellanhänder i form av distributörer) redovisade nämligen en nettoomsättning om 1 840 Mkr vilket var en ökning med 18% jämfört med 1 560 Mkr året innan. Det var ca 10 Mkr lägre än vår prognos om 1850 Mkr och även något under bolagets finansiella mål som stipulerar tillväxttakt motsvarande 20% per år. Det justerade rörelseresultatet (EBIT) uppgick samtidigt till 389 Mkr (322) vilket innebar en justerad EBIT-marginal på 21,1% (20,6). Det i sin tur var högre än målet som numera anges till 20% (tidigare 25%). På den allra nedersta raden blev vinsten 2,72 kr efter utspädning vilket kan jämföras med 2,15 kr året dessförinnan samt vår prognos om 2,75 kr.

Den förhållandevis låga avvikelsen från våra estimat tillsammans med svag kursutveckling inför rapport gjorde att vi förvånades över att aktien stundtals var ned 4-5% på rapportdagen. Troligtvis oroar sig marknaden fortsatt för dels nya placings från huvudägarna, dels att utsikterna framåt inte kommer matcha

de förväntningar som idag finns. Q4 som förvisso i regel är ett mindre kvartal, uppvisade nämligen en tillväxttakt på relativt låga 13% (407 Mkr vs 362 i Q4 2022/2023) där rörelseresultatet ökade med enbart 9% till 74 Mkr (68) motsvarande en EBIT-marginal om 18,3%.

Den lägre marginalen i Q4 är förstas en direkt följd av att bruttomarginalen minskade till 71,9% (74,5). En del av nedgången berodde på engångspost som stärkte fjolårskvartalets siffra med 0,7 procentenheter. I övrigt har det sannolikt berott på en del realisationer då marknaden fortsätter att vara tuff på de allra flesta håll. Även kostnader för att skeppa produkter har sannolikt ökat till följd av den pågående konflikten runt Suezkanalen. Sedan är som redan nämnt ovan Q4 (och även stundande Q1) årets svagaste sett till försäljningen. Att lönsamheten i dessa sjunker jämfört med Q2/Q3 är således naturligt. Liknande mönster lär vi säkerligen se även i Q1-rapporten som publiceras i november.

Inledningen på Q1 (juli) har bjudit på fortsatt tillväxt men VD Paul Fishbein var noga med att poängtera att det blir försäljning under andra halvan av kvartalet som blir direkt avgörande för hur kvartalet summeras. En kommentar som troligtvis togs som ett kvitto för att tillväxttakten inte är i linje med bolagets egna målsättning. Hade den legat runt 20% hade man sannolikt nämnt det. Men då har också juli bjudit på riktigt varmt sommarväder på många håll i Europa. Att räntor ser ut att börja sjunka är förstas positivt för konsumenternas köpkraft men för bolagets del är det nog i första hand just vädret som blir avgörande. Lite regn och rusk i september i exempelvis tysktalande länder som står för 56% av omsättningen, vore antagligen välkommet av bolagsledningen.

Under Q4 ökade varulagret med ca 10% till 448 Mkr (403) vilket bolaget beskriver som plan enligt. De längre fraktrutterna har medfört att det idag tar något längre tid att få in varorna vilket kan ha påverkat lagerstorleken något. Utöver det är det inte onaturligt att lagret börjar öka framåt hösten som ju är den period då försäljningen i regel utvecklas allra bäst.

Att dra slutsatser från ett enda kvar-

tal (som dessutom är ett säsongsmässigt mindre sådant) är förstas vanskligt. Vi väljer trots det att skruva ned våra förväntningar på 2024/2025 en aning då vi inte längre tror att tillväxten i år landar i intervallet 15-20% utan snarare 10-15% (ca 2 070 Mkr). Hur det blir under 2025/2026 är ännu lite tidigt att sia om men för säkerhets skull sänker vi även där ribban till 10% (2 275 Mkr). Vad lönsamhet beträffar räknar vi även fortsättningsvis med långsamt sjunkande men fortfarande branschens högsta marginaler (20% under detta räkenskapsår och 19% nästa).

Med ovanstående antaganden som utgångspunkt får vi EV/EBIT-multiplar till att ligga på 11x (415 Mkr) respektive 10,5x (435 Mkr) medan P/E-talet landar kring 14 vilket är lågt givet den operationella utvecklingen. I synnerhet som bolaget saknar skuld (kassa på 282 Mkr vid utgången av juni), återköper aktier och där styrelsen föreslår en utdelning om 1,20 kr vilket i skrivande stund motsvarar en direktavkastning om 2,8%.

Den förhållandevis låga värderingen tror vi beror på en kombination av rädsla för att tillväxten minskar (uteblir helt?) mer än vad vi kalkylerar med ovan samtidigt som huvudägarna fortsätter vråka ut aktier med tre månaders mellanrum. I en sådan miljö får aktien förstas svårt att hävda sig. Men är tillväxtsagan inte all vilket vårt antagande bygger på, bör det även finnas gräns för vilka nivåer som huvudägarna är beredda att släppa aktierna på. Det klart bästa vore förstas om man tillsammans hittade en ägare (gärna branschmässig sådan) som ville fortsätta utveckla Revolutionrace till ett globalt igenkännbart varumärke inom outdoor. I det läget skulle man rent av kunna få ut en premie snarare än rabatt som brukligt är i samband med s.k book-buildnings efter börsens stängning.

De sänkta försäljningsprognoserna gör att vi justerar ned vår riktkurs en aning till 54-56 (58-60) men behåller samtidigt synen att aktien framstår som köpvärd. ■

ACCONEER – Ett evigt förhoppningsbolag?

CHANS

ACCON

FIRST NORTH

7,9 kr

TEXT: Sebastian Lang

Efter ännu ett år med röda siffror vände sig radarteknologibolaget i början av 2024 återigen till sina ägare för att fylla på den sinande kassan. Skåningarna har förvisso gjort flera viktiga framsteg under 2023 men resultatutvecklingen tyngdes av för höga lagernivåer på kundsidan och förseningar av vissa fordonsrelaterade projekt. Med ny ledning på plats sedan 1:a juli är siktet nu inställt på att nå en nettoomsättning på över 300 Mkr under 2027 och break-even på EBIT-nivå under 2025.

Ovanstående får ses som ambitiösa mål för en verksamhet som omsatte 35,5 Mkr ifjol, med en rörelseförlust (LBIT) på -46,8 Mkr. Det som ändå ger tillförsikt är att marknaden för radarsensorer med låg strömförbrukning och hög precision som är det som Acconeer tillhandahåller, förväntas växa snabbt, drivet av stora industritrender kopplade till digitaliseringen såsom 5G, artificiell intelligens och Internet of Things (IoT).

Acconeers radarsensorer har en rad fördelar och är dessutom mycket små. Det gör dem lämpliga för allt från robotdammsugare, robotgräsklippare till mobiltelefoner. Användningsområdena begränsas dock inte till konsumentelektronik utan inkluderar även smarta städer, IoT, industri, jordbruk och fordon. Inom alla dessa områden pågår intensiv utveckling av nya applikationer som kräver mer avancerade sensorer för till exempel geststyrning, närvarodetektering, nivåmätning och materialigenkänning.

Sedan några år tillbaka arbetar man tillsammans med den japanska elektronikkoncernen Alps Alpine på utvecklingen av nästa generations pulssad koherent radarsensor, kallad A2. I mitten av april erhöll bolaget en design win, där A2-sensorn har för första gången någonsin valts ut för övervakning i kabinen i en bil. Kunden uppges vara en europeisk premiumbiltillverkare och bolaget har generellt en bra ställning bland de ledande biltillverkarna

globalt. Totalt har man hittills sett sex (6) lanserade bilmodeller och 26 design wins inom fordonsindustrin. Det totala förväntade värdet av alla annonserade design wins är 780 Mkr under perioden 2024-2032.

Av högsta prioritet är nu att öka försäljningstillväxten genom att accelerera kommersialiseringen av den första produktgenerationen, samtidigt som man lägger stor vikt och resurser på den pågående vidareutvecklingen av teknologin med nästa generations radarsensorer. Med Ted Hansson har man tagit in en ny vd, som har omfattande erfarenhet av att driva försäljning och affärstillväxt inom tekniksektorn. Han har bland annat haft en betydande roll i att etablera biometribolaget Fingerprint Cards som en stor aktör på smartphonemarknaden och att expandera till laptops.

Första rapporten Hansson fick presentera bjöd på ljusa tongångar. Under Q2 ökade nettoomsättningen med 137%, jämfört med samma period ifjol, till rekordhöga 15,1 Mkr. På kvartalsbas motsvarade det en tillväxt om 36%. Dessutom noterades stora framsteg inom bilindustrin med inte mindre än sex (6) lanseringar, däribland Volvo EX90 och Polestar 3, som båda integrerar flera Acconeer-sensorer som används för dels interiördetektering dels för att öppna bagageutrymmet (kicksensor).

Den starka tillväxten jämfört med föregående kvartal kom dock framförallt från återkommande och nya kunder inom IoT och industriapplikationer som parkering, nivåmätning för uppkopplade tankar och övervakning av avloppssystem. Tillväxt noterades även i framväxande områden med kunder som lanserade produkter för lasertoimering och fyllningsnivåer inom industrisegmentet, sensorapplikationer inom robotics och mänsklig närvarodetektering för att väcka enheter från stand-by.

Positivt är dessutom att rörelseförlusten minskade till -7,2 Mkr (-13,5 Mkr), där

även lägre kostnader för R&D hjälpte till, medan kostnader för komponenter ökade. Kassaflödet från den löpande verksamheten förbättrades till -6,3 Mkr (-10,8 Mkr). Genom kapitalskottet om 118 Mkr från nyemissionen som slutfördes i början av april, har balansräkningen stärkts markant och vid slutet av juni hade man 109 Mkr i likvida medel till sitt förfogande. Enligt lednings affärsplan ska pengarna räcka fram till dess att bolaget når ett positivt kassaflöde, vilket förväntas ske under 2026.

Vis av erfarenhet borde den prognosen tas med en nypa salt. Förhoppningarna har historiskt alltid varit lite väl optimistiska. Å andra sidan talar de olika design wins och beställningar av utvärderingskits för ett stort intresse för bolagets nuvarande produktutbud. Vd Hansson ser i alla fall stora möjligheter att accelerera tillväxten, inklusive att vinna ytterligare stora volymkunder. För att åstadkomma detta jobbar han på en uppdaterad go to market-strategi som han avser presentera närmare under de kommande månaderna.

Dagens börsvärde på drygt 500 Mkr motsvarar omkring 7,5x den förväntade omsättningen i år (EV/Sales) och cirka 1,7x den för 2027 aviserade målsättningen. Som tidigare nämnt uppgår värdet av alla hittills annonserade design wins inom endast bilindustrin till 780 Mkr under perioden 2024-2032. Potentialen för ytterligare större avtal framstår som god, inte minst tack vare A2-sensorn. Ett fortsatt positivt nyhetsflöde i detta avseende kommer vara avgörande för en eventuell uppvärdering under de kommande månaderna. Samtidigt är det även av högsta vikt att även lönsamheten utvecklas åt rätt håll för att inte fler kapitalinjektioner skall behövas.

Vi ser utan tvekan Acconeer som ett spännande företag men vill gärna betona att en investering i bolagets aktie förenas med hög portion risk i dagsläget. För den mer spekulativa och inte minst teknikintresserade placeraren kan den vara värd en chanspost. ■

SEDANA MEDICAL – Spänningen stiger

KÖP

SEDANA

MID CAP

23,15 kr

TEXT: Jacek Bielecki

LUNCHANALYS 12 AUGUSTI 2024

Om reaktionen på Q1-rapporten från uppstickarbolaget inom sedering på sjukhusens intensivvårdsavdelningar (IVA) blev starkt positiv, var läget det direkt motsatta när Sedana Medical publicerade sin Q2-rapport i juli. Aktien föll nämligen 11,5% på rapportdagen och fortsatte lika mycket veckorna därefter för att böttna nedåt 20,60 kr i samband med förra veckans börsturbulens.

Vän av ordning ställer sig förstas frågan om det fanns något i siffrorna som motiverade nedstället? Har möjligheterna för bolaget att utmana nu gällande standard (intravenös sedering) försämrats? Det allra enklaste svaret är: nej. Aktiens oerhört höga volatilitet (kursen rusade som bekant cirka 40% efter Q1-rapporten) speglar enligt oss marknadens fortsatta okunskap kring gällande förutsättningar.

De kvartalsrapporter som publiceras här och nu är förstas viktiga men inte på något sätt avgörande för bolagets framtida värdering. Detta dels eftersom den europeiska marknaden fortfarande är under uppbyggnad varvid försäljningen kan fluktuera kraftigt mellan olika kvartal, dels eftersom det är i grund och botten är lansering på den amerikanska marknaden (som bedöms vara tre gånger större än europeisk dito) som är det centrala för huruvida aktien idag är prisvärd eller ej.

Några konkreta besked gällande det senast nämnda bjöd inte halvårsrapporten på. Men för varje vecka som går börjar spänningen onekligen stegas. Rekryteringen av den sista patienten till de två pågående studierna är nu genomförd och det som förväntas närmast är top-line-data som bör kunna presenteras under senare delen av detta år (vår gissning blir att det sker under Q4). Det är dessa studiedata som kommer att ligga till grund för bolagets ansökan om godkännande av dess innovativa teknologi som inhalationssedering är (för beskrivning av teknologin samt dess fördelar för både patienten och vårdgivaren hänvisar vi till våra tidigare analyser eller bolagets årsredovisning).

Med ovan i åtanke ser vi ingen anledning

att här och nu ändra vår positiva syn på bolagets aktie som vi ser som attraktivt värderad givet att man likt oss tror på framtida godkännande på den amerikanska marknaden. Risknivån är förstas hög då det inte finns någon garanti på att de studier som just nu genomförs utmynnar i ett sådant. Det faktum att man sedan tidigare har erhållit ett europeiskt godkännande minskar förstas risknivån för ett misslyckande men ger för den delen ingen garanti. Om inte annat så blev aktieägarna i BioArctic varse om det när europeiska myndigheter drog en annan slutsats än amerikanska och japanska dito gjorde. Det är förvisso inte helt vanligt men inte heller direkt unikt och sett ur den aspekten är läget i Sedana Medical lite binärt. Misslyckas man i sina amerikanska studier lär luften gå ur aktien alldeles oavsett om den europeiska försäljningsutvecklingen fortsätter att växa vilket det mesta just nu tyder på att den kommer att göra.

I Q2 ökade försäljningen med 10% till 41,1 Mkr (37,3) vilket sannolikt var orsaken till aktiens kurssvacka. Bolagets målsättning för i år är en tillväxttakt på 14-16% och i Q1 var siffran 28%. Det relativt svaga utfallet i Q2 berodde på en klart svagare utveckling i Tyskland som per idag är bolagets överlägset största marknad. I Q2 sjönk försäljningen där ca 3% vilket kan jämföras med tillväxt om 17% i Q1. Desto bättre gick det däremot på övriga marknader där man bedriver direktförsäljning (tillväxttakt om 47% i Q2) men som sammantaget alltjämt inte svarar för mer än ungefär hälften av den omsättning som genereras i Tyskland (12,4 Mkr vs 25,4 Mkr).

Eftersom Sedana Medical ännu inte är lönsamt (målet är att uppnå breakeven resultat på EBITDA-nivå exkl USA i år) innebär svagare tillväxttakt att resultatet fortsätter att lysa rött. Bruttomarginalen i Q2 låg dock stabilt på 71%. På EBITDA-nivå summerades resultatet -13,9 Mkr (-10,7) i Q2 och exkluderar man kostnader relaterade till USA var siffran -10,8 Mkr (-10,2). Värt att påpeka är att resultatet belastades av negativa

valutaeffekter på icke i sammanhanget obetydliga 4,5 Mkr. Rörelseresultatet (EBIT) uppgick samtidigt till -19,1 Mkr (-16,3). Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick samtidigt till 1,9 Mkr (-36,0) som en följd av inbetalningar i spåren av den höga faktureringsnivån i Q1. Totalt sett uppgick kassaflödet för kvartalet till -54,4 Mkr (-83,0).

Som läget är nu är bolaget fortsatt fullt finansierat fram till ett eventuellt godkännande givet att en sådan process följer tidslinjen någorlunda väl (godkännande i början på 2026). Skulle processen bli fördröjd eller kräva extra kostnader finns det förstas risk för att ny finansiering (eller för den delen en partner i USA) kommer att behövas. Vid utgången av Q2 uppgick likvida medel till 304 Mkr.

I samband med rapporten aviserade ledningen att man har tecknat ett avtal om att förvärva sin huvudleverantör Innovatif Cekal i Malaysia (IC). Ett intressant beslut som innebär att man säkrar leveranskedjan för sin huvudprodukt Sedaconda ACD och vissa av dess tillbehör. Det i sig torde på sikt stärka den framtida lönsamheten. Enligt bolagets beräkningar kan förvärt stärka EBITDA-marginalen med två procentenheter över tid. Prislappen för IC anges till 34 Mkr där 75% betalas vid slutförande av transaktionen som förväntas ske under andra halvåret 2024 medan resterande 25% kommer betalas 2 år efter slutförande av förvärt (andra halvåret 2026). Förvärt förväntas bidra nettopositivt till Sedanas operationella kassaflöde från och med nästa år.

Vi gör inga estimatförändringar efter Q2 och fortsätter tills vidare kalkylera med 20-procentig försäljningsökning i år. ■

INNEHAVSREDOVISNING

Jacek Bielecki
Fredrik Larsson

EPENDION – Bättre läge i höst?

NEUTRAL

EPEN

MID CAP

105 kr

TEXT: Jan Axelsson

LUNCHANALYS 13 AUGUSTI 2024

Industrikoncernen Ependion (tidigare Beijer Electronics Group) är ett bolag vi har följt länge och ofta haft i både Referensportföljen och bland våra Top Picks med goda resultat. Sedan början av innevarande år har vi dock intagit en neutral rekommendation för aktien då Q4-rapporten visade sig vara en ganska betydande besvikelse efter ett i övrigt mycket starkt 2023.

Utvecklingen hittills i år har också varit rejält svag för företaget som är specialiserade inom industriell automation och datakommunikation för bland annat tåg- och energisektorn. Vi ansåg när vi senast tittade på aktien att Q1 var ett steg i rätt riktning som visade på en sekventiell förbättring av både orderingång, försäljning och resultat. Kruxet var att bolaget även märkte av en svagare efterfrågan än för motsvarande kvartal ifjol för båda bolagets affärsenheter, drivet av osäkerheten i världsekonomin och det högre ränteläget.

Sedan dess har även halvårsrapporten presenterats och tyvärr bekräftade utvecklingen i Q2 den svagare efterfrågebilden. Detta syns även i aktiekursen som visserligen under året har varit uppe kring 145 kr, men i dagsläget ligger kring 105–110 kr, en nedgång med 15% från årsskiftet.

Direkt svag var kanske inte årets andra kvartalsrapport men heller inget som indikerar en snar vändning. Istället sjönk nettoomsättningen med 7,8% i Q2 till 588 Mkr (638), vilket var mer än minskningen på 4% i Q1, och även en sekventiell minskning från Q1 med 2%. Båda affärsområdena Westermo och Beijer Electronics minskade försäljningen, i Westermos fall med 8% till 336 Mkr (368) och i Beijer Electronics fall med 7% till 253 Mkr (272).

Även resultatmässigt var Q2 sämre än både jämförelsekvartalet och Q1 i år. Rörelseresultatet minskade till 60,1 Mkr (85,8), motsvarande en rörelsemarginal på 10,2% (13,4), och påverkades då ändå av positiva valutaeffekter om 6,2 Mkr. Westermo minskade rörelseresultatet

till 44,5 Mkr (60,5), vilket motsvarade en rörelsemarginal på 13,2% (16,5). För Beijer Electronics uppgick rörelseresultatet till 29,2 Mkr (40,1), motsvarande en marginal på 11,7% (14,8). Positivt var ändå att koncernens kassaflöde dubblerades till 60 Mkr och att lagernivåerna fortsatte att minska. Nettoskulden minskade också i kvartalet till 746,1 Mkr (846,6)

Det som gör att vi tror att man kan fortsätta att avvakta med Ependion-aktien ytterligare ett eller ett par kvartal framåt är egentligen annars koncernens orderingång som var direkt svag. Den minskade nämligen med 31% till 483 Mkr (698) i kvartalet, att jämföra med en nedgång på 15% och 528 Mkr (617,3) i Q. För Westermo minskade orderingången med 41% till 294 Mkr (496) medan Beijer Electronics minskade med 6% till 190 Mkr (203).

En bidragande orsak till den svaga orderingången hos Westermo och därigenom koncernen beror på att affärsenhetens största kund i jämförelsekvartalet förlängde sin orderhorisont, vilket påverkade orderingången positivt med mer än 100 Mkr på ett bräde. Justerat för detta skulle orderingången ha varit mer i linje med siffror som presenterades i Q1.

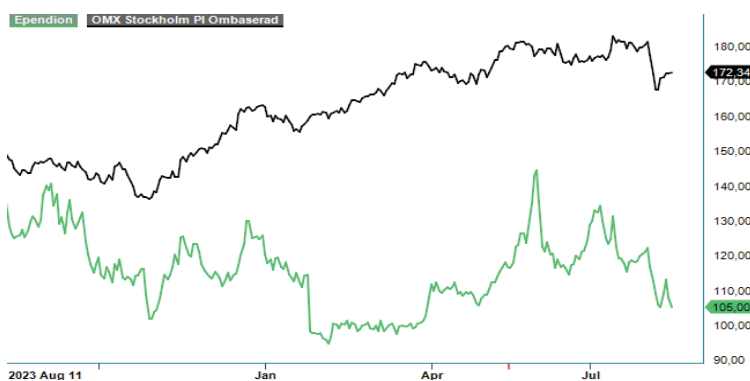
Under kvartalet har Westermo genomfört ett förvärv av en minoritetspost i det brittiska teknikföretaget Blu Wireless för 3,4 miljoner pund, vilket ger tillgång till patenterad ny teknik för uppkoppling av tåg med hög bandbredd och låg fördröjning, vilket har varit ett grundläggande problem bakom undermålig internetuppkoppling på tåg. Vem har inte stört sig på dåligt internet på tåg? Westermo tog i

kvartalet också en första viktig order på den gigantiska växande indiska tågmarknaden där bolaget nyligen har etablerat sig.

Sammanfattningsvis gillar vi som sagt Ependion men kan kortsiktigt inte annat än ställa oss neutrala till dess aktie. Förutom svag orderingång beskriver bolaget 2024 som lite av ett mellanår till följd av dämpad efterfrågan på grund av svag konjunktur och höga räntor som håller tillbaka efterfrågan. I ett lite längre perspektiv är dessbättre utsikterna betydligt ljusare med starka strukturella globala trender som digitalisering och den gröna omställningen. Intressant är också Westermos etablering av en sälj- och tillverkningsenhet i det extremt snabbväxande Indien. Ependion har också fortfarande en orderstock på höga 1,1 miljarder.

Ett krux för aktien är att man nu möter ytterligare åtminstone ett stentufft jämförelsekvartal och det finns därför risk att det tar tid för aktien att vända upp igen. Värderingen för innevarande år ligger troligen uppåt P/E-tal runt 20 men skulle nästa år kunna falla ner mot 14-15, vilket i så fall känns hyggligt attraktivt. Företagets mål är en organisk tillväxt om minst 10% och en rörelsemarginal om minst 15% och när man detta inom något/några år så kommer aktien att stå betydligt högre i kurs.

Som redan omnämnts ovan väljer vi dock tills vidare bibehålla vår neutrala inställning och behåller även riktkursen 115 kr. ■



DUNI – Dukat för nytt budförsök?

KÖP

DUNI

MID CAP

99,8 kr

TEXT: Sebastian Lang

LUNCHANALYS 14 AUGUSTI 2024

För nästan exakt ett år sedan passerade Rune Anderssons Mellby Gård budpliktsgränsen på 30% i konsumentproduktbolaget Duni. Några veckor senare lämnades ett kontant budpliktserbjudande på 96,80 kr, som skulle accepteras av aktieägare motsvarande 10,14% av kapitalet och rösterna i bolaget. Erbjudandet avslutades i mitten av oktober och Mellby Gård ägde därefter drygt 40% av aktierna.

I maj var det dags igen och den här gången förvärvade Mellby Gård en storpost på ytterligare 10% av aktierna, vilket alltså har tagit ägarandelen till strax över 50%. Anmärkningsvärt är att denna gång gjordes affären till en betydligt högre kurs, nämligen 118 kr per aktie. Onekligen är intresset för Duni alltså obrutet hos huvudägaren och frågan är om man som placerare borde haka på och kanske rakt av spekulera i ett nytt uppköpsförsök framöver?

Aktien har nämligen under sommaren fallit tillbaka under 100-kronorsnivån igen, dels till följd av den allmänna börsturbulensen men dels även på grund av en något svagare Q2-rapport. Efterfrågan tyngs fortfarande av det avvaktande konsumtionsklimatet, framförallt på den viktiga tyska marknaden. Koncernens nettoomsättning minskade följdriktigt med 4% i fasta valutakurser, jämfört med samma period ifjol, till 1 875 Mkr. Samtidigt ska det nämnas att jämförelsetalen var mycket svåra, eftersom första halvåret 2023 blev extraordinärt starkt efter att pandemirestriktionerna hade upphört.

Affärsområdet Dining Solutions, som i huvudsak erbjuder servetter, dukar och ljus, visade en försäljningsnedgång om 8,5% i fast valuta till 1 069 Mkr. Svagheten var framför allt utpräglad i hotell- och restaurangsegmenten, inom produktkategorierna dukar och ljus. Detta trots att Tyskland har varit värd för fotbolls-EM under juni. Trenden för dukar har varit utmanande i många år och volatila marknadsdata med olika signaler kring konsumentförtroende,

antalet bordsbokningar och konkurser i restaurangbranschen, indikerar att den generella efterfrågan fortsätter vara på en lägre nivå än innan pandemin. Försäljningen mot detaljhandeln präglas dessutom av en stor prispress där volymkontrakt upphandlas i stor konkurrens.

Inom Food Packaging solutions, där man säljer miljöanpassade koncept för måltidsförpackningar och serveringsprodukter för tex take-away, ökade omsättningen med 2,1% i fast valuta till 806 Mkr. Ökningen drivs generellt av efterfrågan på miljöanpassade produkter, både i Europa och Stillehavsregionen där man fokuserar på innovativa material som är mer hållbara, cirkulära eller behåller matens livslängd längre utifrån krav på hygien och livsmedelsförsörjning. På marginalsidan dämpades de positiva effekterna av högre försäljningsvolymerna samt lägre produktkostnader och en effektivare lagerhållning i Europa av stigande kostnader i Stillehavsregionen, både vad gäller sjöfart och lagerhållning. Icke desto mindre förbättrades affärsområdets operativa rörelsemarginal med 0,5 procentenheter till 5,1%.

På koncernnivå blev det däremot en marginalförsvagning om 1,6 procentenheter till 7,2%, där Dining Solutions bidrog med en nedgång om 2,9 procentenheter till 8,7%. Anledningen var framför allt en lägre hävstångseffekt i produktionen då en stor del fasta kostnader inte absorberas. Dessutom ingick i jämförelseperioden även en engångspost för ett statligt elstöd på 20 Mkr för verksamheten i koncernens pappersbruk. Ett pågående bekymmer är de höga priser på pappersmassa, på grund av ett minskat globalt utbud av skogsråvara och ett generellt högt kostnadsläge.

Sett på rullande 12 månader ligger den operativa rörelsemarginalen numera på 9,2%, vilket är en bit under målnivån på minst 10%. För att nå ditt jobbar ledningen med kontinuerliga effekti-

viseringsåtgärder i produktionen och lägger ett stort fokus på strategiska inköpsavtal. Framgångsrikt har även arbetet varit med att få ner lagernivåerna. Bland annat därför har balansräkningen stärkts ytterligare under de senaste 12 månaderna och vid slutet av juni uppgick nettoskuldssättningsgraden till låga 26% (net debt / equity). Det öppnar dörren för fler tilläggsförvärv och vd Robert Dackeskog verkar vara redo att bli aktiv igen på M&A-marknaden under andra halvåret. Senaste tillskott kom i april, där man köpte det australiensiska kaffemuggsbolaget Huskee.

"..ser vi aktiekurser kring 125 kr som realistiska och utesluter heller inte att Mellby Gård gör ett nytt försök att köpa ut bolaget från börsen..."

Trots viljan att växa via förvärv är Duni normalt sett en flitig utdelningsbetalare. På rådande kursnivåer uppgår den förväntade direktavkastningen till omkring 4%. Kanske ännu mer attraktivt är att aktien värderas till P/E tal om cirka 12,5 i vårt scenario där vi räknar med vinst per aktie kring 8 kr i år. Får vi sedan den efterlängtdade återhämtningen i makroekonomin under 2025, finns det potential till en markant marginalförbättring, vilket i sin tur skulle kunna lyfta vinsten mot 12 kr per aktie. Får vi rätt sjunker P/E-talet till 8.

I ljuset av ovanstående ser vi således åter ett intressant läge att köpa in sig i en välskött marknadsledare, där tillväxten just nu bromsas av konjunkturen där det senast nämnda förhoppningsvis är ett övergående problem. På 12 månaders sikt ser vi aktiekurser kring 125 kr som realistiska och utesluter heller inte att Mellby Gård gör ett nytt försök att köpa ut bolaget från börsen. ■

BETSSON – Fortsätter leverera

CHANS

BETS

LARGE CAP

128 kr

TEXT: Axel Stenman

LUNCHANALYS 15 AUGUSTI 2024

Speloperatören Betsson, som håller till på Large Cap i Stockholm, presenterade resultaten för Q2 den 19 juli. Aktien gick starkt inför rapport och passerade 133 kr, bland annat till följd av gynnsamma resultat i fotbollsslutspelen EM och Copa America, men har efter det fallit tillbaka något. Aktien fick ta plats i Vinnarnumret 2024 (Newsletter 2093, 110,9 kr) och vi valde även att upprepa vår spekulativa köprekommendation efter Q1-rapporten i mars (Newsletter 2109, 123,9 kr). Sedan dess har en utdelning på 3,77 kr även avskilts.

Trots att aktiekursens utveckling den senaste tiden antyder annat, var Q2 återigen ett rekordkvartal för Betsson. Under april – juni ökade antalet aktiva kunder med 25% i årstakt samtidigt som koncernens intäkter steg med 15% till 272 Meur (237). Dessutom uppgick sportboksmarginalen till 8,6% (8,2), högre än snittet på 7,5% de senaste åtta kvartalen, och rörelseresultat landade på rekordhög 64 Meur (55).

Förutom i Norden, där intäkterna föll med 8,5% till 47 Meur i kvartalet, fortsatte Betsson att växa i samtliga regioner. I Västeuropa ökade intäkterna med 62% till 44 Meur, delvis drivet av förvärvet av den belgiska operatören betFIRST. I Betssons största region CE-ECA (Central- och Östeuropa samt Centralasien) växte intäkterna med 11% till 114 Meur, medan tillväxten i Latinamerika uppgick till 22%.

Att intäkterna från Latinamerika och Västeuropa ökar är givetvis välkommet. De flesta vill trots allt se att beroendet av regionen CEECA minskar

i och med att Betsson som bekant antas ha betydande licensintäkter (B2B) från en operatör som tillhandahåller spel om pengar i Turkiet vilket är förbjudet. Licensintäkterna för systemleverans till B2B-kunder uppgick under kvartalet till 71 Meur (65), motsvarande 26% (27) av de totala intäkterna, och i Q2-samtalet var bolaget även tydliga med att det är B2C-affären som driver tillväxten.

I juli blev det även klart att Betsson blir det italienska serie A-laget Inters officiella sponsor. Kommande säsong (2024/25) kommer Inters matchtröjor därmed att prydas med Betssons namn. Under Q2 redovisade Betsson en rekordhög omsättning i Italien och förhoppningsvis kan den fina trenden att fortgå efter detta samarbete.

Utgår man från de redovisade siffrorna pekar det mesta fortsatt åt rätt håll för Betsson. Rörelseresultatet har ökat 10 kvartal i rad och den traditionsenliga Trading Updaten visade även att den genomsnittliga dagliga intäkten under de inledande 15 dagarna av juli var över 20% högre än den genomsnittliga dagliga intäkten under Q3 ifjol. Fotbollsmästerskapen EM och Copa America fortsatte dock in i juli och lär givetvis ha haft en positiv effekt på verksamheten.

Betsson och andra noterade i Gaming-bolag flaggade redan ifjol för ett högre skattetryck framgent till följd av Pillar 2-lagstiftningen. Att skattesatsen skulle uppgå till över 22% (10) i kvartalet kom ändå som något av en överraskning då 15% är den siffra (minimum) som har diskuterats. CFO Martin Öhman förklarade dock i samtalet att den höga skatten beror på både Pillar 2-regleringen och att skattesatsen på vissa lokala marknader och koncernbolag är mycket högre än så (t.ex. Belgien). Han kommenterade även att den betalda skatten i Q2 ger en rättvis bild av hur stor skattesatsen kan förväntas vara framgent.

Återköp var återigen ett diskussionsämne vid samtalet i samband med Q2-rapporten, men svaret blev något i

stil med att kapitalallokeringsstrategin är något som diskuteras vid varje styrelsemöte. Tillsvidare verkar alltså förvärv prioriteras, och så sent som förra veckan aviserades att Betsson ämnar köpa Sporting Solutions Services av FDJ.

Förvärvet ska stärka erbjudandet inom sportspel och ge tillgång till Sporting Solutions tekniska plattformar och expertis. Säljaren, det statliga franska spelbolaget FDJ, lade i början av året ett bud på svenska Kindred.

Trots förvärv det senaste året hade Betsson en bekväm nettokassa på 93 Meur (139) per den sista juni efter att kassaflödet under Q2 uppgått till 25 Meur (39). Omsättningen lär för första gången i bolagets historia överstiga en miljard euro i år och en rörelsemarginal på 23% är inom räckhåll med tanke på prestationerna hittills under 2024.

EV/EBIT-multipeln uppgår idag till drygt 6x på vår prognos för innevarande år, vilket är klart lägre än det historiska snittet. Till följd av den högre skattesatsen spås vinsten dock landa marginellt över fjolårets redovisade vinst per aktie (1,29 euro) och P/E-talet blir därmed närmare 9x.

Det känns fortsatt billigt med hänsyn till den höga användartillväxten, goda kassaflödesgenereringen och att Betsson aktivt förvärvat för att sakta men säkert späda ut Turkiet-risken. Trots det får väl risknivån i Betsson betraktas som hög givet de regulatoriska riskerna samt att transparensen kring rörelseresultatets härkomst fortsatt lämnar en del att önska. Därav blir köpförslaget av spekulativ karaktär.

Noteras kan även att Betsson i slutet av juli tilldelades den högsta möjliga ESG-ratingen (AAA) av Morgan Stanley Capital International (MSCI). Lite småkomiskt med tanke på att en hel del förvaltare avstår från att investera i Betsson av etiska skäl. ■

OM BOLAGET

Betsson är en av de större aktörerna som erbjuder spel om pengar på nätet. Bolaget erbjuder framförallt casino och sportsbetting under varumärken som Betsson, Betsafe och Casinoeuro.

ELANDERS – Mot ljusare tider?

CHANS

ELAN

MID CAP

96,5 kr

TEXT: Fredrik Larsson

LUNCHANALYS 16 AUGUSTI 2024

Elanders består av två affärsområden. Inom Supply Chain Solutions som svarar för cirka 80% av försäljningen, hanteras och optimeras flöden av råvaror, komponenter, färdiga produkter, pengar och information för kundernas räkning genom alla steg i en produkts livscykel, från leverantörer och tillverkare fram till slutkonsumenten. Inom det mindre affärsområdet Print & Packaging Solutions erbjuds renodlade, kostnadseffektiva och innovativa lösningar som tillgodoser kundernas behov, både lokalt och globalt.

Under Q2 såg koncernen en återhämtning i efterfrågan jämfört med det föregående kvartalet. Det resulterade i att Elanders organiska omsättningstillväxt var oförändrad, att jämföras med en minskning om 9% i Q1. Dock fortsatte kunder som är exponerade mot sällanköps- och dagligvaror att fortsatt ha det tungt. Electronics visade däremot en återhämtning med positiv organisk tillväxt och även det strategiskt viktiga kundsegmentet Health Care uppvisade organisk tillväxt.

Under Q2 har dotterbolaget Mentor Media säkrat en viktig affär i Thailand med en av koncernens större Electronics-kunder. I samband med detta kommer Mentor Media under det andra halvåret att etablera koncernens första kontraktslogistikenhet i Thailand, vilket är ett viktigt steg i Elanders strategi att expandera i Sydostasien

Elanders räknar med en fortsatt gradvis förbättring av efterfrågan under andra halvåret. Koncernens justerade EBITA ökade till 215 Mkr (210), vilket motsvarade en marginal om 6,1%. Det var oförändrat jämfört med motsvarande kvartal ifjol (6,1%). Rörelseresultatet tyngdes av engångsposter om -47 Mkr (-14) som var hänförliga till strukturåtgärder i USA samt avgångsvederlag till tidigare CFO. Under kvartalet beslutade Elanders att genomföra strukturåtgärder i USA genom att bl.a. konsolidera Bergen Logistics lageranläggning i Pennsylvania med anläggningen i Atlanta. Detta kommer att ge årliga besparingar på ca 35-40 Mkr med full effekt från och med nästa år. Bolaget väljer även att avveckla en större del av prenumerationsboxverksamheten som har haft alldeles för låg lönsamhet under en längre tid.

Affärsområdet Print & Packaging Solutions kom in med ett resultat som var något lägre än föregående år. En positiv signal var däremot att efterfrågan stabiliserades och verksamheten organiska tillväxt var oförändrad, att jämföras med en minskning om 7% i Q1. Traditionellt tryck fortsätter att minska men kompenseras av fortsatta framgångar inom onlineprint.

Högre räntekostnader, som en effekt av nuvarande nettoskuld i kombination med höga räntenivåer, gav fortsatt ett tydligt avtryck i resultaträkningen vid

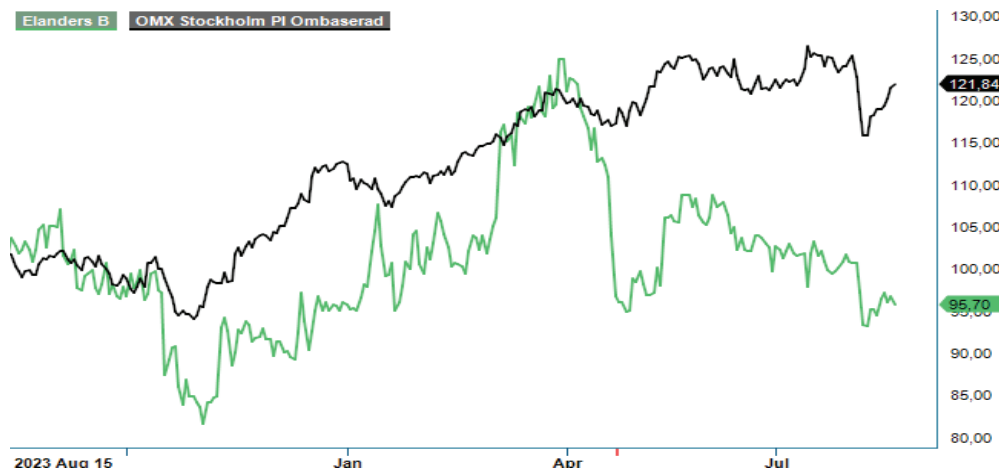
OM BOLAGET

Elanders är ett logistikföretag som erbjuder integrerade lösningar inom supply chain management. De största kunderna är verksamma inom branscherna Automotive, Electronics, Fashion, Health Care och Industrial och bolaget har störst närvaro Asien, Europa och Nordamerika.

en jämförelse mot föregående år. Det positiva är dock att räntetoppen nu ser ut att vara nådd samt att centralbankerna börjat sänka räntorna och kommer fortsätta att göra så framöver. Vi räknar med att Elanders kommer att kunna sänka den höga skuldsättningen de kommande åren till stor del tack vare sina starka kassaflöden.

Tittar man på bolagets värdering handlas man på våra prognoser till ett P/E-tal på 12 respektive 9,5 för 2024 och 2025. Det är lägre än det historiska snittet för de senaste 10 åren och faktiskt lägre än då verksamheten huvudsakligen bestod av tryckeriverksamhet vilket inte längre är fallet. Det menar vi inte är motiverat. Vi tror dessutom att vi bör få se bättre momentum i verksamheten under andra halvåret vilket tillsammans med enklare jämförelsetal bör ge stöd åt aktien.

Med utgångspunkt från ovan upprepar vi även i detta nu vår spekulativa köprekommendation med riktkurs 130 kr. Anledningen till att det inte blir ett regelrätt köpråd (och aktien en av våra Top Picks) är den höga skuldsättningen som bolaget måste arbeta ned. Att en uppvärdering av Elanders bör ligga i korten är vi tämligen övertygade om. Timingen här är dock det svåra då den i första hand är avhängig av marknadens förändrade syn på affärsområdet Supply Chain Solutions. Sådant kan ta tid. ■



Insiderkoll v.33

BOLAG	INSIDER	ÄMÄNSKOST
+ KOP		
ColsonKonsult	Daniel Mathers (KOP)	1,40 Mkr
Conex	Rutger Arndhult (VTS)	1,7 Mkr
Dedicare	Jonny Perslén	1,1 Mkr
Fortase	Michael Hansen	0,40 Mkr
	Oluf Halling (KOP)	40,1 Mkr
Hundehälsan	Linda Lind	1 Mkr
Husgranna	Toufik Lind	0,30 Mkr
IndustriForum	LundbergGöteborg	277 Mkr
Lugitea	Rutger Arndhult	30 Mkr
NTAB	Julian Larsson (VTS)	0,44 Mkr
	Anders Berg	0,30 Mkr
Qvestor	Staffan Persson	1,8 Mkr
	Jan Oluf Backman	1,7 Mkr
Sandvik	LundbergGöteborg	207 Mkr
Swedish Standard	Göran Lundgren	0,9 Mkr
Stora Sockerskåp	Erik Fallén	0,30 Mkr
	Anders Sten	0,30 Mkr
Tegster	Per Henrik Jönsson	0,34 Mkr
Thera	Martin Myrén (VTS)	1 Mkr
Upacore Technology	Daniel Wåhberg (VTS)	0,40 Mkr

Källa: Hålling / Stockpickers

BOLAG	INSIDER	ÄMÄNSKOST
- KOP		
Adhock	Arbman Ind. Partners	25,2 Mkr
Bulder	Arnold Svensson Jensen	187 Mkr
Bergman & Berling	Martin Lundberg	1,9 Mkr
Dedicare	Björn Olof (KOP)	1,1 Mkr
EQT	Lennart Blom	200 Mkr
Exilis	Julian Kallblad (VTS)	28 Mkr
Happy Group	Patrick Ross	1,1 Mkr
Pandora	Christina och Helena Sundt	800 Mkr
Prema	Sara Schult Aggebrink	0,47 Mkr



SWING TRADER

ANNONS

**KICKSTARTA HÖSTEN MED
SWING TRADER TILL
SPECIALPRIS**

KLICKA HÄR
FÖR ATT LÄSA MER OM ERBJUDANDET



Stockpicker följer hårda etiska regler

Samtliga medarbetare på Stockpicker följer pressens etiska regler. Vi har vidare förstärkt de pressetiska reglerna med ytterligare etiska paragrafer där samtliga parter förbinder sig att inte utnyttja eventuell förhandsinformation på ett sätt som kan påverka bolagets goda namn och rykte.

Vidaredistribution förbjuden

Vidaredistribution av Stockpicker Newsletter 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 aktiespargrupp, en förening eller ett företag där flera personer vill få tillgång till Stockpicker Newsletter 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.

Uteblivet Newsletter?

Om du som prenumerant vid enstaka tillfälle inte får ett nummer av Stockpicker Newsletter på grund av tekniska problem eller annat ber vi dig att skicka ett mail till oss på staff@stockpicker.se så skickar vi på nytt det senaste numret. Beakta dock att det ibland förekommer driftsstörningar som kan försena utskicket. Kontrollera därför gärna även med din Internetleverantör.

Du vet väl också att du alltid kan ladda ner det senaste numret av Stockpicker Newsletter från vår hemsida. Gå bara in under "Mina sidor" och logga in med din E-postadress och ditt lösenord så har du tillgång till både det senaste numret och arkivet med gamla SPNL-nummer. Allt som behövs är en Internetuppkoppling! Du loggar in på hemsidan via <http://www.stockpicker.se>. Det senaste numret läggs alltid ut på hemsidan samtidigt som det skickas ut via mail. Därigenom får du tillgång till Stockpicker Newsletter samtidigt som alla andra även om du skulle vara bortrest!

Adressändring

För att ändra adress eller för att uppdatera övriga kontaktuppgifter för olika prenumurationsärenden: Gå in på <http://www.stockpicker.se>. Gå sedan in under "Mina sidor" med hjälp av din E-postadress och ditt personliga lösenord. Genomför sedan ändringen under "Ändra kontaktuppgifter".

Synpunkter?

Saknar du något i Stockpicker Newsletter? 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.

KONTAKTA OSS

Adress

Stockpicker AB
Strandvägen 7A
114 56 Stockholm

Kundtjänst - E-post

staff@stockpicker.se

Prenumeration - E-post

staff@stockpicker.se

Kundtjänst - Telefon

08-662 06 69

TOP PICKS

Top Picks består av de aktier som vi anser utgör de allra bästa placeringsobjekten just nu. Listan skall ses som en källa för den som vill sätta ihop sin portfölj annorlunda än den rekommenderade viktning vi har i vår referensportfölj.

En aktie som är ny på Top Picks markeras med blå färg, medan en aktie som utgår markeras med röd färg. Potential anger hur många procent det är till riktkursen från dagens kurs och +/- anger kursförändringen sedan aktien kom med på Top Picks. Har flera rekommendationer getts anges kursförändringen från genomsnittlig kurs för samtliga köprekommendationstillfällen (GAV). Inträde anger det datum aktien ifråga ursprungligen har lagts till bland Top Picks.

INSIDERKOLL

Listar transaktioner som gjorts den aktuella veckan vars affärsvärde överstiger 300 000 kr.

REKOMMENDATIONER

Samtliga i Stockpicker Newsletter publicerade rekommendationer bör ses på minst sex (6) månaders sikt och ofta längre (6-12 månader).

DISCLAIMER

Syftet med materialet i Stockpicker Newsletter 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 (såsom prognoser etcetera). Stockpicker AB svarar inte för eventuella förluster uppkomna genom investeringsbeslut baserade på information i Stockpicker Newsletter eller andra åt gärdar grundade därpå.

FÖLJ STOCKPICKER PÅ

