

SPECIALUTGÅVA

VINNARNUMMER

2023



Norbit

Goda förutsättningar
för fortsatt tillväxt

Paypal

Historiskt låg värdering

Nekkar

Ny fart efter förlorat 2022

Stenocare

Pusselbitarna är på plats

Brdr. A&O

Ödmjuka förväntningar

Nokia

Har trenden vänt?

Foreign Affairs 28 | Vinnarnummer

Det här numret av Foreign Affairs blir alldeles olikt alla andra, även om Newsletter-prenumeranterna lär känna igen sig i formatet. Våra analytiker på Stockpicker har nämligen valt ut 6 utländska bolag som vi bedömer ha goda chanser att prestera bra på 12-månaders sikt.

Aktierna som tar plats i den första upplagan av vinnarnummeret är noterade i USA, Danmark, Norge och Finland. Samtliga företag är aktiva inom olika sektorer och börsvärdet varierar från bara drygt 100 miljoner kronor, till tiotals miljarder amerikanska dollar.

Då bolagen är få till antalet, och vi fortsatt befinner oss i ett oroligt ekonomiskt klimat, med inflation, räntehöjningar och geopolitisk risk, får risknivån betraktas som hög. Med det sagt ser vi givetvis hög potential, i förhållande till risken, i de case vi har valt att lyfta fram. Enskilda faktorer kan dock spela en avgörande roll för om det blir fiasko eller succé, när antalet bolag är så pass få och tidshorisonten är i det kortare laget.

På ett år hinner det hända oerhört mycket, vilket inte minst det senaste året är ett tydligt bevis på. Utöver Rysslands invasion av Ukraina, fick vi uppleva (eller åtminstone förbereda oss på) en energikris, att alla varor blev dyrare samt vänja oss vid att pengar inte längre är gratis. I omgångar syntes det negativa nyhetsflödet tydligt i aktiekurserna, men en del index har återhämtat sig snabbt och är redan uppe och nosar på nya högsta nivåer.

Med alla tragedier från i fjol i närminne, är det lätthänt att bli lite väl negativ i sin framtidsyn. Faktum är att vi människor har en tendens att överdriva och lägga för mycket vikt vid det som hänt i närtid, vilket inte minst undertecknad behöver arbeta med.

Ingen vet vad som kommer att hända i år. De geopolitiska oroligheterna och kriget i Ukraina kan i värsta fall eskalera och för närvarande finns det inte mycket som talar för att det ska ta slut i närtid, speciellt inte när man beaktar att Kina nu överväger att förse

Ryssland med vapen. Å andra sidan kan fredssamtal säkert uppstå snabbt, vilket högst antagligen skulle gynna den breda börsen.

Även när det kommer till inflation, räntehöjningar och recession, kan man se glaset som både halvfyllt och halvtomt. Inflationen har förvisso visat sig vara något mer ihållig än många väntat, vilket har lett till stigande långräntor på sistone, men aktiviteten i ekonomin är fortsatt på en relativt bra nivå.

Att vara specialist på samtliga ovannämnda delområden är svårt, men en sak är säker – att spara i aktier har historiskt varit en av de bästa sparformerna för den långsiktige placeraren.

Med det sagt, hoppas vi att ni uppskattar dagens specialutgåva av Foreign Affairs. Om ungefär ett år kommer vi att återkomma till de analyserade bolagen och stämma av hur aktierna har utvecklats. Vi hör igen om två veckor (den 13 mars) med ett nytt nummer av Foreign Affairs. ■

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

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

Nokia

Har trenden vänt?

KÖP | NOKIA | FINLAND | 4,35 EUR

+	Styrkor	⚠	Svagheter	↗	Möjligheter
✳	Marknadsposition inom nätverksinfrastruktur & mobila nätverk	✳	Svag kapitalallokering och tvära kast i intjäningsförmåga under lång tid	✳	Uppvärdering till följd av fortsatt tillväxt & successivt bättre lönsamhet
✳	Geografisk spridning			✳	Nytt återköpsprogram i vår

Nokia är fortfarande mest berömda för sin storhetstid inom mobiltelefoner i början av 2000-talet. Den eran fick dock ett abrupt slut efter flera snedsteg av ledningen, och en alltför sen övergång till touchscreen och smartphones. Nokia blev kanske inte det bolag som finnarna hade hoppats på, men är än idag ett av Finlands största bolag med ett börsvärde på ca 25 miljarder euro. Det här kan sättas i relation till konkurrenten Ericssons 200 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 18 miljarder euro.

Affärsverksamheten

Nokia delar upp sin verksamhet i fem segment; Network Infrastructure, Mobile Networks, Cloud & Network Services, Nokia Technologies och Övrigt. De två först-

nämnda segmenten är störst och står för över 75% av intäkterna (Q4/2022).

Kunderna hittar man i så gott som hela världen och under 2022 var Nordamerika störst, följt av Europa och Asia Pacific.

Ingen tilltalande historik

Ur ett helikopterperspektiv är Nokias historik långt i från tilltalande. Bolaget har haft en negativ organisk tillväxt under flera av de senaste 10 åren samtidigt som det har varit minst sagt tvära kast i lönsamheten. Vill man vara elak, kan man nästan säga att Nokia varit något av en besvikelse ända sedan Apple lanserade sin Iphone-mobil.

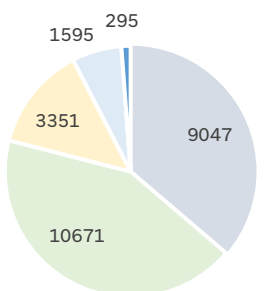
Sedan Pekka Lundmark tog över som VD, under senare delen av år 2020, har det

dock hänt en hel del under ytan, vilket nu även börjar ge utslag i resultatet. Strategiplanen, som lanserades för drygt två år sedan, har Nokia lyckats leverera på relativt väl. Den omfattade bland annat vinstansvar hos de fyra nya segmenten, ha bättre koll på kunderna samt skapa en lättare och mer kostnads-effektiv organisation, där ROI (avk. på investerat kapital) fungerar som en måttstock.

Stark avslutning på 2022

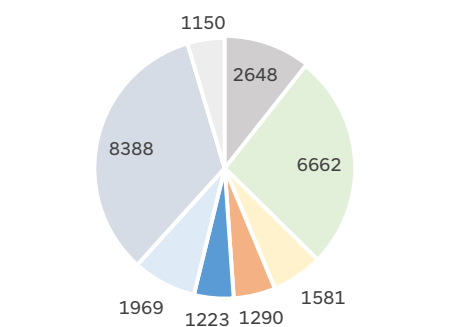
Nokia levererade ett starkt fjärde kvartal som innebar att omsättningen växte med 12% (6% valutajust.) under helåret 2022. Nätinfrastruktur stod ut med 10% tillväxt i konstanta valutor, medan de övriga segmenten uppvisade en rätt blygsam tillväxt på mellan 2 och 5%. (forts.)

Segment
(försäljning MEUR 2022)



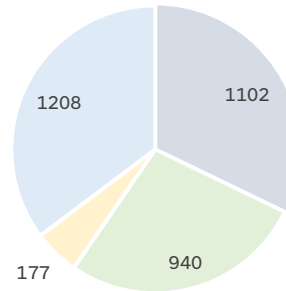
■ Network Infrastructure
■ Mobile Networks
■ Cloud & Network Services
■ Nokia Technologies
■ Övrigt

Region
(försäljning MEUR 2022)



■ Asia Pacific
■ Kina
■ Europa
■ Indien
■ Mellanöstern & Afrika
■ Submarine Networks
■ Latinamerika
■ Nordamerika

Rörelsevinst
(MEUR 2022)



■ Network Infrastructure
■ Mobile Networks
■ Cloud & Network Services
■ Nokia Technologies

Källa: Stockpicker & Nokia Q4/2022-rapport

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

För bättre jämförbarhet, samt inblick i hur verksamheten utvecklas, har Nokia som kutym att redovisa "jämförbara siffror". Ifall vi utgår ifrån dessa justerade siffror var EBIT-marginalen år 2022 i linje med året innan (12,5%). Den jämförbara vinsten var 0,44 EUR per aktie år 2022 (2021: 0,37 EUR), medan den rapporterade var 0,75 EUR (2021: 0,29 EUR).

Trots att kassaflödet under 2022 inte var något att skryta med, uppgår Nokias nettokassa till nästan 5 miljarder euro för tillfället. Trots utdelningsförslaget om 0,12 EUR per aktie (för år 2022), och ett pågående återköpsprogram på 300 MEUR, finns det alltså gott om pengar kvar i kassan. På konferenssamtalet ställdes även en fråga om vad Nokia planerar att göra med den enorma kassan, men svaret blev något i stil med att kunderna kräver att Nokia ska ha starka finanser. Det känns dock inte osannolikt att Nokia lanserar ett nytt återköpsprogram i vår på dessa kursnivåer.

Förväntansbild år 2023

Inför år 2022 förväntar sig ledningen en tillväxt på 2-8%, i konstanta valutor, och en EBIT-marginal på 11,5-14,0%.

Det fria kassaflödet ska uppgå till 20-50% av den jämförbara rörelsevinsten.

På längre sikt (2024-2026) håller man kvar de målsättningar som sedan tidigare har kommunicerats. Det innebär att man strävar efter att växa i raskare takt än marknaden, ha en EBIT-marginal (just.) på över 14% samt en FCF-conversion rate på 55-85% av EBIT (just.).

Värdering

Vår tro är att Nokia lyckas växa med ca 3% i år med en något bättre EBIT-marginal än i fjol. Vinsten per aktie (just.) borde då söka sig över 0,40 EUR, vilket är ungefär i nivå med år 2022. Nokia handlas då till en EV/EBIT-mutipel på ca 7x, vilket framstår som attraktivt.

De senaste två åren har Nokia faktiskt successivt förbättrat sina bruttomarginaler, vilket talar för att man kan lyckas uppnå de EBIT-marginalmål som ledningen har satt upp på längre sikt (>14%).

Utdelningen, och sannolikt ett nytt återköpsprogram i vår, gör att nedsidan känns hyfsat begränsad. Risken är förstuds att Nokia inte lyckas bibehålla sitt momentum, och att ledningen misslyckas med att

leverera på sina löften, vilket skulle vara långt ifrån första gången. Det ser dock bättre ut än på länge och hittills har man faktiskt levererat på den strategiplan som målades upp för drygt 2 år sedan.

För att Nokia ska lyckas är det dock viktigt att Mobile Networks, som står för närmare 50% av intäkterna, utvecklas i rätt riktning. Bland annat lönsamheten är fortsatt klart lägre än på gruppnivå (8,8% EBIT-marginal år 2022).

Sammanfattning

Med tanke på storleken, är det osannolikt att Nokia ska bli någon kursdubblare på 12-månaders sikt. Vi tycker dock att nedsidan känns hyfsat begränsad, samtidigt som vi mycket väl kan få se högre kurser om den underliggande verksamheten fortsätter att utvecklas i rätt riktning.

Nokia känns i dagsläget rätt bortglömt. Det hoppas vi att kommer att ändra under de kommande 12 månaderna och bolaget tar således plats i årets Vinnarnummer. ■

Innehavsredovisning
Axel Stenman



Quillion Chipset (källa: Nokia Media Library)

Paypal

Historiskt låg värdering

KÖP | PYPL | NASDAQ USA | 73,55 USD

+	Styrkor	⚠	Risker	↗	Möjligheter
	- Global närvaro - Stabila kassaflöden & låg finansiell risk		- Recessionshot - Tilltagande konkurrens		Historiskt låg värdering

Men en kursutveckling om -75% under senaste 24 månaderna kan man lätt föräntas att tro att finansbolaget PayPal hör till den breda skara av så kallad "profitless tech" som spekulerades upp kraftigt under pandemin för att därefter se sina bolagsvärderingar krascha. Men inget kunde vara mer felaktigt. PayPal har förvisso haft, och har fortfarande, utmaningar som bland annat har resulterat i att man nyligen aviserat omfattande personalneddragningar (ca 6-7% av de anställda), men sett på det hela taget handlar det om en tämligen välmående global fintechkoncern som ifjol omsatte drygt 27,5 miljarder USD med en lönsamhet motsvarande en justerad rörelsemarginal på 21%. Nog finns det de som har haft det tuffare.

PayPal Holdings, Inc. är ett amerikanskt fintechbolag som fokuserar på att utveckla, förvärva och tillhandahålla online betalningssystem i de allra flesta länder där pengaöverföringar online är tillåtna. Bolaget, som finns på drygt 200 marknader idag, fungerar som ett elektroniskt alternativ till traditionella pappersmetoder som checkar och postanvisningar men erbjuder även sedvanliga

betalningsprocesser för online aktörer, auktionssajter och andra kommersiella användare som saluför produkter och tjänster online. För dessa system tar man ut en avgift.

Bolaget bildades 1998 och gick sedan till börsen fyra år senare. Kort därefter köptes det ut av eBay och var dess dotterbolag ända fram till 2015 då man knoppades av till eBays ägare. Allt sedan dess är man en fristående koncern (även om man fortsätter samarbeta med sina forna ägare) vars utveckling får anses ha varit hyfsat framgångsrik. Intäkterna har nämligen ökat med 250% sedan året då man knoppades av, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 30%, samtidigt som det justerade rörelseresultatet ifjol inte var långt ifrån 2014:års totala försäljning.

Det skall dock påpekas att tillväxten idag inte längre är vad den tidigare har varit. Ifjol ökade man försäljningen med 8,5% och givet bolagets guidning för Q1/2023 är det ungefär den typen av tillväxttakt som avgående VD Dan Schulman planerar för innan han går i pension i slutet av detta år. Det som eventuellt kan tillföra extra intäkter är eventuella förvärv.

Genom åren har bolaget nämligen gjort en rad kompletterande sådana, där ibland svenska iZettle som man köpte 2018 för närmare 19 miljarder kronor.

Kapital för vidare expansion har man relativt gott om. Den finansiella ställningen är så pass stark att man under fjolåret återköpte 5 miljoner aktier och förväntas fortsätta med återköp även i år. Kassaflödet från den löpande verksamheten har under de senaste fem åren legat stabilt kring drygt 5 miljarder dollar. Ifjol summerades det till 5,8 miljarder USD. Det fria kassaflödet om 5,1 miljarder USD (som förväntas bli lika starkt i år) täcker mer än väl hela skuldsättningsnivån.

Paypal är idag ett globalt igenkännbart varumärke vars marknadsposition får anses vara stark. Vid utgången av fjolåret uppgav man antalet aktiva konton till 435 miljoner vilket rent teoretiskt skulle kunna översättas till 5% av världens totala befolkning. Under 2022 adderade man drygt 8 miljoner konton. (forts.)



Logo (källa: PayPal)

Den totala tillväxten för nämnda KPI har varit ca 14% årligen under den senaste 5-årsperioden vilket indikerar att man fortsätter växa relativt väl trots hård konkurrens som man möter från dels traditionella kortföretag, dels andra betalningsapplikationer som ApplePay, GooglePay, AmazonPay, asiatiska motsvarigheter samt inte minst svenska Klarna för att ta ett mer närliggande exempel.

Det som gör att vi idag finner aktien extra intressant är den historiskt låga värderingen. Baserat på bolagets egen guidning, där årets vinst per aktie uppskattats landa omkring 3,30 USD, handlas aktien till ett P/E-tal på 22-23x. Blickar man mot nästa års dito torde P/E-talet sjunka strax under 20x. Det kan jämföras med den historiska snittvärderingen som snarare har legat mellan 35-50x, även om man tar bort "bubbelvärderingen" 2020 då

P/E talet hissades upp över 70x i spåren av pandemin och generellt stegrade förväntningar kring tillväxten för onlineekonomin.

Det vore förhållandevis naivt, eller i varje fall överdrivet optimistiskt, att förvänta sig en återgång till den tidigare snittvärderingen. Tillväxten som bolaget har uppvisat historiskt lär sannolikt inte upprepas under de närmaste 3-5 åren. Dels är man idag en betydligt större koncern, dels eftersom konkurrensen också har ökat påtagligt. Det senare kan möjligtvis lätta något nu när de flesta aktörer åter börjar fokusera på lönsamhet snarare än snabb tillväxt. Tillkommer bland tillväxthämmande faktorer gör även recessionshotet som ju vilar över global handel i dagsläget.

Det ska dock påpekas att så här långt har konjunkturdysterkvistarna fått fel. Vi noterar dessutom att bolaget

redan nu har vidtagit åtgärder som kommer reducera kostnadsmassan med ca 250 MUSD per år. Det om något torde stärka lönsamheten under såväl 2023 som 2024 då samtliga åtgärder förväntas få fullt genomslag och kan mycket väl leda till att 2024 blir ett år då man åter uppvisar rekordvinst på den allra nedersta raden (ca 3,70-3,75 USD).

Visar sig ovan nämnda antagande stämma bör det finnas goda möjligheter för aktien att återta en del av den mark som har förlorats under de två senaste åren. Någon återgång till forna pandemihöjder (300 USD) tror vi förvisso inte på men visar det sig att den hotfulla recessionen uteblir, eller inte blir fullt så jobbig som många har tecknat in, kan tresiffriga kursnivåer mycket väl bli aktuella inom en 12-månaders period. ■

Jacek Bielecki
jacek@stockpicker.se

Innehavsredovisning
Jacek Bielecki

* PYPL, PAYPAL HOLDINGS INC, D, 15:30-22:00 (9999 Days Back)



Källa: eSignal

Brdr. A&O Johansen

Ödmjuka förväntningar

KÖP | AOJ B | DANMARK | 86,20 DKK

+	Styrkor	⚠	Risker	↗	Möjligheter
✳	Position på dansk marknad	✳	Konjunkturkänsligt & A&O försiktig i sin guidance	✳	Fortsatt ta marknadsandelar i Danmark samt tillväxt i närliggande länder
✳	Bolagsstyrning & historik	✳	Kraftig avmattning inom B2B (eftersläpning?)	✳	AO365
✳	I framkant när det gäller digitala kanaler				

Bröderna A&O Johansen är ett grossistföretag som har varit verksamt i över 100 år. För de allra flesta Foreign Affairs-läsare är den danska leverantören av verktyg, VVS-utrustning, elprodukter och byggmaterial bekant sedan tidigare, då bolaget återfinns i referensportföljen sedan en tid tillbaka. För den som vill läsa på mer om verksamheten, finns det således gott om tidigare analyser på vår hemsida.

Starkt 2022

A&O redovisade resultaten för det fjärde kvartalet den 22 februari. Marknaden var inte tillfreds med rapporten och aktien var ned över 8% initialt. Med tanke på att siffrorna framtill den sista december i fjol var helt okej, reagerade marknaden antagligen på att ledningens förväntningar och finansiella målsättningar för i år var relativt blygsamma. Innan vi går in på dem, ska vi dock se på hur verksamheten gick under fjolåret.

Efter en stark Do-It-Yourself (DIY) trend under COVID-19 var det väntat att B2C-markanden skulle svalna år 2022. Det gjorde den även och för A&O innebar det att intäkterna från B2C-benet föll med ca 19% i fjol, till 639 MDKK. För den danska grossisten var dock detta av mindre vikt än för många andra aktörer, eftersom B2C-verksamheten står för mindre än 20% av bolagets totala intäkter.

Inför 2022 väntade A&O sig en organisk tillväxt på 2-6% samt 5% från förvärvet av EA Værktøj. Tillväxten inom B2B-segmentet under 2022 uppgick dock till över 18% i fjol och innebar en total tillväxt för A&O om 12%, i förhållande till året innan. Detta trots svåra jämförelsetal då tillväxten var högre än normalt 2020-2021. Prisstegringarna hjälpte dock säkerligen till och volymökningen var förmodligen mindre.

Trots att intäkterna från B2C-delen föll, där marginalerna generellt är högre, lyckades A&O förbättra sin bruttomarginal till 24,4% under 2022 (2021: 23,3%). Vinsten per aktie steg till 10,8 DKK i fjol, medan samma siffra år 2021 var 9,3 DKK.

Det andra halvåret av 2022 var starkare än både vi och bolagsledningen hade trott på. Aktivitetsnivån var alltså fortsatt hög och i kvartalsrapporten nämndes att man ännu inte ser några tydliga tecken på att detta avtar.

Operativt var 2022 även ett intensivt år för A&O. Köpet av EA Værktøj slutfördes i april och är sedan den 1 december fullt integrerat. Därutöver har man utvidgat logistikcentret i Horsens och centrallagret i Albertslund. Bolaget erhöll även priser för sin AO365-lösning, det vill säga appen som lanserades i slutet av år 2021 och möjliggör shopping dygnet runt. (forts.)

	2023E*	Förändring**	2022	2021	2020	2019	2018
Omsättning	5250-5450	0,0%	5375	4801	4098	5383	3373
EBITDA	435-465	-8,5%	492	417	328	282	241
- marginal	8,0-8,9%	-0,6 bps	9,1%	8,7%	8,0%	7,9%	7,1%
EBT	300-330	-16,4%	377	326	221	168	150

* A&O:s egen guidance

** Förändring räknat utifrån mitten av intervall

Källa: Stockpicker

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

Innevarande år

Som vi nämnde i inledningen, föll aktien rätt kraftigt på Q4-rapporten. Förmodligen var detta ett resultat av den relativt försiktiga guidningen, som framgår av tabellen på föregående sida. På grund av bl.a. kostnadsinflation och räntehöjningar räknar A&O nämligen i år med att omsättningen blir på samma nivå som år 2022 (5250-5450 MDKK). Det här innebär att volymerna väntas falla med ca 5%. Därpå väntar man sig att bruttomarginalerna ska vara under press, vilket resulterar i en lägre vinstprognos (EBT) för i år än 2022.

Under årets första två kvartal (januari – juni) tror man fortsatt på organisk tillväxt, men under andra halvan av året förväntas den lägre efterfrågan leda till att intäkterna minskar. Visserligen var H1 i fjol svagare än H2, men uttalandet tyder ändå på att A&O inte än ser någon tydlig avmattning. Vad som händer från juli och framåt har vare sig vi eller bolaget svar på, men ledningens prognos är rimlig med hänsyn till den försämrade köpkraften och allt färre nybyggen. Inom B2B utgör projektförsäljning (nybyggnation) ca 30%, medan resterande 70% är renovering, modernisering och underhåll (som i A&O:s rapporter går under samlingsnamnet ReMoVe).

Cykliskt - men hur mycket?

Det går inte att komma ifrån

att A&O Johansen påverkas av det allmänna konjunkturläget. Frågan är dock hur mycket? Antal beslut om nybyggnationsprojekt föll under 2022, vilket kommer att synas i A&O:s räkenskaper i någon mån, om än med fördröjning. ReMoVe-marknaden bör klara en svagare konjunktur bättre och det har bolaget heller inte varit sena med att påpeka.

Ifall man går tillbaka till finanskrisen, talar siffrorna sitt tydliga språk. År 2009 föll omsättningen med 27% (!) och det dröjde till 2016 innan man uppnådde samma omsättning som 2008. I skräckexemplet ovan föll även renoveringsmarknaden kraftigt, vilket hör till ovanligheterna. Man ska även komma ihåg att A&O inte är samma bolag idag som för 14 år sedan.

Ett starkare bolag idag

Genom att hålla sig i framkant när det kommer till digitalisering har A&O lyckats ta stora kliv framåt sedan år 2009. Med hjälp av att skapa sig en stark närvaro på nätet, och aktivt investerat i lagerlokaler och hantering, har bolaget blivit allt effektivare med åren. Som exempel omsatte A&O drygt 3,6 MDKK per anställd år 2014, medan samma siffra 2022 var 6,0 MDKK.

Värdering

Sett till vinsterna de senaste åren, är A&O fortsatt otroligt lågt värderat. Ifall bolaget levererar i linje med guidance för 2023, handlas aktien till

ensiffriga P/E-tal (ca 9x). Än billigare ser det ut när man tar hänsyn till bolagets finansiella ställning och att man de facto äger en stor del av butiksfastigheterna samt sina logistik- och lagerlokaler. Med tanke på att hyrorna nu inflationsjusterats för många, känns ovan givetvis tryggt.

A&O har lyckats ta marknadsandelar ett bra tag och är välpositionerade för att fortsätta göra det med sin starka närvaro online. På längre sikt finns även ett flertal trender som talar för fortsatt god tillväxt för sektorn. Här kan man bl.a. lyfta fram den gröna omställningen, med allt som den för med sig, samt uppgradering av de föråldrade VA-systemen.

Vinnarnumrets tidshorisont är dock bara ett år och den stora frågan blir därför om A&O kan överraska på upp- eller nedsidan? Det som talar för Bröderna är att man konsekvent varit försiktig i sin guidance och även i fjol var man tvungen att höja den. Dessutom är förväntansbilden låg, vilket inte minst värderingen och den höga direktavkastningen på nära 6% skvallrar om. A&O är ned drygt 20% det senaste året och ifall recessionen blir mild, bedömer vi att bolaget har goda möjligheter att överraska på uppsidan de närmaste 12-månaderna. ■

Innehavsredovisning
Axel Stenman

Norbit

Goda förutsättningar för fortsatt tillväxt

KÖP | NORBT | NORGE | 37,30 NOK

+	Styrkor	⚠	Risker	↗	Möjligheter
✳	Högt insynsägande bland ledning & styrelse	✳	Kassaflödet släpar	✳	Kan gynnas av makro-trender (t.ex. energiomställning och stort fokus på säkerhet)
✳	Den snabba tillväxten som antas fortsätta framgent	✳	En recession kan drabba såväl efterfrågan som sätta press på lönsamheten	✳	Connectivity (säkrat stora orders redan)

Norbit är ett norskt teknikföretag som utvecklar och tillverkar högteknologiska och skräddarsydda produkter samt lösningar för ett antal olika branscher. Företagets verksamhet omfattar bland annat leverans av trådlös teknik, sonar- samt undervattenslösningar och industri-sensorer.

Om Norbit

Teknikkoncernen Norbit har sitt huvudkontor i Trondheim och noterades på Oslo-börsen så sent som år 2019. Sedan dess har det hänt en hel del, inklusive flera strategiska förvärv för att stärka sin position på marknaden och bredda sin produktportfölj, och idag har Norbit ett börsvärde på över 2200 MNOK. Verksamheten kan vid en första anblick upplevas som något spretig och svår att få en överblick av, vilket är orsaken till att vi inledningsvis väljer att för-

klara de tre huvudsegmenten.

Ocean

Sett till EBITDA, är Ocean fortsatt det största affärsbenet i Norbit. Som namnet säger, fokuserar man inom detta segment på att leverera lösningar till den marina industrin. Solar, det vill säga en teknik där man använder ljud för att mäta förekomst och avstånd till olika objekt, står för de största intäktsströmmarna inom segmentet. Kunderna kan vara allt från aktörer inom fiskeindustrin till myndigheter som ansvarar för kartläggning av havsbotten eller miljö.

Connectivity

Under år 2022 härstammade ca en fjärdedel av intäkterna från segmentet Connectivity. Under detta affärsområde tillhandahåller Norbit bl.a. ett brett utbud av tekniska lösningar för kommunikation, övervakning och insamling av

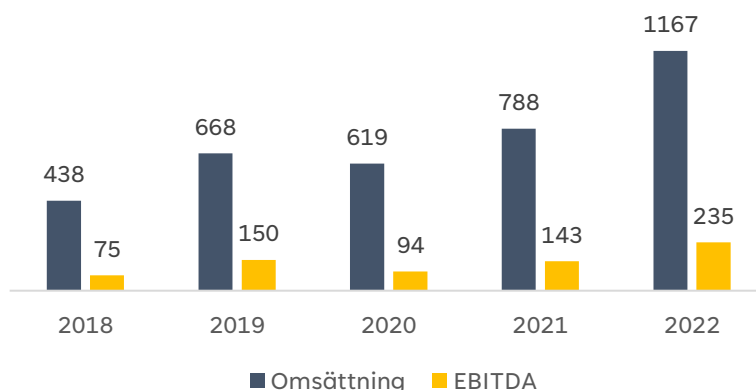
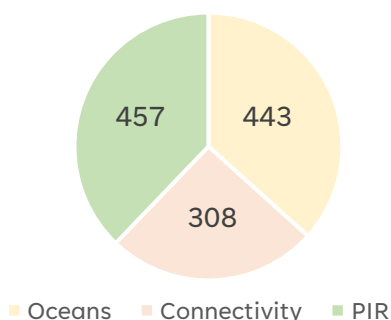
data. Produkterna efterfrågas av aktörer inom fiske-, olje- och gasindustrin samt andra industrier som kräver robust och pålitlig kommunikation i utmanande miljöer.

PIR

Det tredje segmentet PIR, Product Innovation & Realization, består av kontraktstillverkning samt produkter och tjänster relaterade till R&D. Under år 2022 omsatte segmentet 457 MNOK, men av detta var 107 MNOK kundåterbetalningar föranlett av extraordinära materialkostnader. Inom detta segment har bolaget av förståeliga skäl lägre lönsamhet (2022: 10% EBITDA-marginal).

Norbit har fokuserat mycket på innovation och teknisk kompetens, vilket har visat sig vara framgångsrikt. Det här har dock bundit en del kapital, vilket bl.a. har syns i kassaflödet. (forts.)

Intäkter 2022 MNOK



Källa: Stockpicker & Data från Norbit Q4/2022-rapport

Fin historisk utveckling

Bolaget redovisade den 15 februari ytterligare en stark rapport. I det fjärde kvartalet växte Ocean 9%, Connectivity 25% och PIR med 96% i förhållande till samma period året innan. Den totala tillväxten uppgick således till 40% i kvartalet och 48% för helåret 2022.

Med hjälp av en högre intäktsbas och operativ hävstång, lyckades Norbit även förbättra sin lönsamhet trots rådande inflation. EBITDA-marginalen i Q4 uppgick till 19% och under helåret till 20% (2021: 18%).

De senaste fem åren (2018 – 2022) har Norbit haft en årlig omsättningstillväxt (CAGR) på 28% samtidigt som EBITDA ökat från 75 till 235 MNOK. Utvecklingen har alltså varit god, vilket tyvärr reflekteras i aktiekursen även till viss del.

År 2023

Ocean må vara det segment som för närvarande växer långsammast (2022: +17%), men marginalerna är fortsatt höga (2022 EBITDA%: 32%). Backar man tillbaka bandet kan man dock se att intäkterna från affärsområdet Ocean har tiofaldigats under bara ca 7-8 år, vilket är imponerande.

Bolaget guidar för en tillväxt på över 20% år 2023 (1400 MNOK) och högre marginaler. Det är nog rimligt att anta att Ocean kommer att uppvisa en lägre tillväxt än så, men det finns fortfarande gott om

potential ifall man ska tro bolaget. Ledningen har bl.a. lyft fram produktlanseringar, samt en växande efterfrågan inom Security (vilket ter sig logiskt med tanke på Nord Stream och situationen i Ryssland) och förnybar energi som drivkrafter.

Segmentet Connectivity gick redan oerhört starkt under 2022 och omsättningen ökade från 146 till 308 MNOK. Den starka trenden lär fortsätta, eftersom Norbit efter periodslut erhöll en order på 150 MNOK (On-Board-Units) som kommer att levereras under årets första sex månader. Därpå för man diskussioner med samma kund om ytterligare leveranser i H2/2023. Intäkterna från denna kund uppgick till 70 MNOK under 2022.

Inom PIR-segmentet är förväntan att man ska gynnas av elektrifieringstrenden och att allt fler kunder väljer tillverkning närmare sig själva. Här meddelade man även att intäkterna pågående kvartal väntas växa från Q1/2022.

Sammantaget tycker vi att Norbit borde ha alla förutsättningar att nå sin guidance på över 1400 MNOK i intäkter i år. Det är svårt att säga något om lönsamheten, men som tidigare nämnts har ledningen guidat för marginalexpansion. Värt att nämna är att EBITDA marginalen varierat mellan 15 och 22% de senaste fem åren samt att målsättningen är att den ska överskrida 25% redan nästa räkenskapsperiod 2024.

Värdering

Baserat på vår prognos för 2023 handlas Norbit idag till ett EV/EBITDA-tal på under 10x. Då har vi räknat hyfsat defensivt och valt att justera för aktiverade utvecklingskostnader som beräknas bli 60-70 MNOK år 2023.

R&D-kostnaderna är förövrigt något som behöver nämnas när det kommer till Norbit. För att hålla sig i framkant när det kommer till innovation och nya produkter, har man gjort stora investeringar i R&D de senaste åren. De torde dock bli en allt mindre del av intäkterna framgent. Kassaflödet var även svagt under 2022, då verksamheten band mycket kapital, men förväntas lätta framöver.

Med tanke på Norbits höga lönsamhet, imponerande tillväxt och goda framtidsutsikter, bedömer vi att bolaget har potential att fortsätta sin fina resa det kommande året. Det känns även tryggt att ha med sig grundaren Kirknes och VD Weisethaunet som största ägare (via bolag) med 13 respektive 12% av aktierna.

Riskenivån får ändå betraktas som relativt hög, sett till många av våra andra case. Orsaken till det är flera, men bl.a. lär exponeringen mot ett fåtal kunder vara relativt hög och en viss tillväxt är redan inprisat i aktien. ■

Axel Stenman
axel@stockpicker.se

Stenocare

Pusselbitarna är på plats

CHANS | STENO | DANMARK | 9,15 NOK

+ Styrkor	⚠ Risker	↗ Möjligheter
✳ Pionjär på den danska marknaden för medicinsk cannabis ✳ Flera produkter godkända & försäljningen är i gång ✳ Egen anläggning för inomhusodling i drift	✳ Långsam process att skala upp försäljningen ✳ Flera läkare måste börja skriva ut medicinska cannabisprodukter för t.ex. smärtbehandling	✳ EU väntas bli en miljardmarknad de kommande åren ✳ Utökad användning i varje land och expansion till nya marknader

Mellan hopp och förtvivlan, har placerarna i det medicinska cannabisbolaget slitits ända sedan börsnoteringen 2018. Å ena sidan framstår potentialen för medicinsk cannabis som enorm, å andra sidan har vägen till storskalig kommersialisering visat sig vara lång och skakig. Med flera milstolpar äntligen på plats, ser det ut som om det kan lossna på riktigt under 2023.

VD Thomas Skovlund Schnegelsberg bekräftade i samband med presentationen av bokslutskommunikén för 2022 (den 23:e februari) att den planerade upprampningen av försäljningen utvecklas väl och han siktar på 15-20 MDKK i omsättning i år. Det kan jämföras med 4,49 MDKK ifjol, varav 2,85 MDKK realiserades i det fjärde kvartalet.

Under årets gång har man gjort flera viktiga framsteg och har inträtt tre nya marknader. Därmed är bolaget numera närvarande i fem reglerade länder – Danmark, Sverige, Norge, Storbritannien och Australien, men det är hittills främst Danmark och Norge som bidrar till försäljningen. I Danmark levererade bolaget första partiet av sin THC-olja

i maj och sedan dess kan alla danska apotek sälja dessa produkter.

Licensen för att sälja cannabisprodukter på den danska marknaden erhöll bolaget i januari 2022 och produkterna finns tillgängliga för patienter under Danmarks nya pilotprogram för medicinsk cannabis. Stenocare har därmed återigen blivit den enda leverantören på den danska marknaden. Redan 2018 inledde Danmark ett fyraårigt legaliseringsprojekt för medicinsk cannabis och bolaget blev snabbt en pionjär på marknaden. 2021 förlängdes det danska pilotprogrammet med ytterligare fyra år, samtidigt som regeringen beslutade att tillåta permanent odling av medicinsk cannabis.

Totalt erbjuder Stenocare idag 11 produkter i de 5 ovannämnda marknaderna och ambitionen är att komma upp till 10 marknader år 2025. I höstas tillkom en ny CBD-olja efter godkännandet av den danska läkemedelsmyndigheten. Generellt läggs stor fokus på forskning och utveckling och i september presenterades banbrytande resultat från en studie av en ny medicinsk cannabis-

oljaformulering.

Studien visar att den nya formuleringen dramatiskt förbättrar biotillgängligheten och upptaget av cannabisoider, oavsett måltidskonsumtion och interindividuella biologiska skillnader. Förhoppningen är att resultaten kan ha potential att formulera nya medicinska cannabisprodukter, med förbättrade egenskaper vid behandling av kronisk smärta och andra sjukdomar.

I Norge genomfördes den första leveransen av medicinsk cannabisolja till apotekskedjan Apotek 1 i början av januari. Produkterna är nu redo för riktäckande försäljning samt leverans till patienter och är de första av sitt slag i landet.

Sedan slutet av 2021 har Stenocare en egen high-tech anläggning för inomhusodling i drift, med en kapacitet som enligt ledningen kan täcka det förväntade leveransbehovet för de kommande åren. Samtidigt köper man medicinska cannabisprodukter från ett flertal globala samarbetspartners, för att säkerställa ett förutsägbart och skalbart flöde samt ett större produktutbud. (forts.)

De flesta experter räknar med att Europa kommer bli den största marknaden för medicinsk cannabis i världen på sikt. För några år sedan har EU kommit överens om att legalisera medicinsk cannabis i alla länder, men varje EU-land bestämmer själv hur och när det genomförs. I Tyskland, där medicinsk cannabis är legal sedan 2017, diskuteras dessutom flitigt om cannabis ska legaliseras även för allmän användning. Det skulle sannolikt bidra till en större acceptans av cannabis och indirekt även gynna försäljning av medicinska cannabisprodukter.

Vi bedömer att ledningens mål att nå en omsättning på 15 – 20 MDKK i år är realistiskt. Om man annualiserar försäljningstakten i det fjärde kvartalet landar man redan på 11,4 MDKK, och då har tex försäljningen i Norge inte kommit igång förrän januari i år. Mycket spännande är om

även ledningens andra målsättning kommer kunna uppnås, nämligen att break-even ska nås vid slutet av 2023. Rörelseförlusten under 2022 uppgick till 16,5 MDKK, bl.a. tyngt av personal-kostnader på 6,8 MDKK. Dessa behöver emellertid inte stiga särskilt mycket när försäljningsvolymerna ökar.

Balansräkningen har behövts stärkas vid flera tillfällen under de senaste åren, senast i mitten av november då man säkrade en konvertibel låne-facilitet på upp till 11 MDKK som enligt ledningen kommer att räcka fram till break-even. Långivarna har rätt att konvertera till aktier till en kurs på mellan 11,89 och 12,13 DKK. Vid slutet av december hade man dessutom likvida medel på 4,4 MDKK.

Aktien står idag nästan på samma nivå som vid börs-noteringen (teckningskurs ca 8,80 DKK). Mycket har dock

hänt sedan dess och antalet utestående aktier är högre idag. Börsvärdet justerat för nettoskulden uppgår i skrivande stund till omkring 110 MDKK, vilket motsvarar 6,3 gånger omsättningen (EV/Sales) om bolaget når mitten av prognosintervallet för i år.

Utvecklas den europeiska marknaden för medicinsk cannabis som många experter tror, bör Stenocare vara i en bra position för att bli en riktig vinnare det kommande året. Med många tidigare problem ur vägen är bolaget redo att skala upp försäljningen och vi ser goda möjligheter att aktien ska hänga med på vägen upp. Risken får dock anses vara mycket hög, bland annat pga den ringa bolagsstorleken och stundvis dålig likviditet i aktiehandeln. Vår köprekommendationen blir därför av spekulativ karaktär. ■

Sebastian Lang
sebastian@stockpicker.se



Källa: Stenocare

Nekkar

Ny fart efter förlorat 2022

KÖP | NKR | NORGE | 6,91 NOK

+	Styrkor	⚠	Risker	↗	Möjligheter
✳	Marknadsledare i nischad bransch	✳	Svag lönsamhet på befintlig orderbok (2023-2024)?	✳	Vinner stora ordrar (Synkrolift)
✳	Stabil finansiell ställning	✳	Orderingången uteblir även i år (Shipyards Solutions)	✳	Digital Solutions & fortsatt växande serviceintäkter

Trogna Foreign Affairs-läsare känner vid det här laget redan bra till norska Nekkar. Tyvärr gjorde bolaget många aktieägare besvikna under 2022, då de stora orderarna uteblev och befintliga projekt blev uppskjutna. Det här har även syns i aktiekursen och bolaget har tappat närmare en fjärdedel av börsvärdet de senaste 12 månaderna. Det finns dock ett antal faktorer som talar för att Nekkar kan komma att bryta denna negativa trend det närmsta året.

Nekkars verksamhet

Nekkar genomförde år 2019 ett namnbyte och gick tidigare under namnet TTS Group. Innan dess genomgick företaget stora förändringar, då man 2018 sålde delar av sin marin- och offshore-verksamhet till MacGregor, som ägs av det finska börsbolaget Cargotec. Tyvärr hamnade Nekkar i en juridisk tvist efter affären, som senare löstes genom förlikning.

Bolaget har gjort sig ett namn inom sjöfartsindustrin genom sin lösning Synkrolift, som förvärvades av Rolls Royce år 2015. Synkrolift kan beskrivas som en enorm lyftanordning

för fartyg och anses vara ett effektivare och säkrare alternativ till vanlig torrdockning. Per idag spås man ha en installationsbas på över 200 och en marknadsandel på närmare 75%. Tyvärr är antalet nya projekt per år ytterst få, vilket bolaget ofta poängterar. Nekkar sköter själva om bl.a. försäljning, planering och projekthantering, medan bygg- och installationsprocessen främst genomförs av underleverantörer. Man kräver ofta förskottsbetalning på dessa projekt, vilket resulterar i en stark finansiell situation för bolaget.

Inom affärsområdet Shipyards Solutions har man även byggt upp en serviceorganisation de senaste åren som prioriteras högt. Detta för att projekten är mer återkommande och man strävar efter att skapa längre kundförhållanden.

Utöver Shipyards Solutions, som i dagsläget står för så gott som all omsättning, har man tre mindre affärsben som fortfarande är under utveckling: Digital Solutions, Aquaculture och Renewables. Under Digital Solutions erbjuder Nekkar mjukvarulösningar för datastyrd

prestandaförbättring till bl.a. offshore- och renewables-industrin. Inom detta affärsområde erhöill man nyligen en order (joint venture) som sträcker sig över fyra år och består av en fast intäkt samt serviceintäkter under hela tidsperioden. Mer information om detta lär komma inom kort från bolaget.

Aquaculture består främst av en produkt som företaget kallar Starfish, vilket för en lekman kan beskrivas som en enorm fiskodlingsbur med egenskaper som gör den till ett miljövänligare alternativ än majoriteteten av de burar och kassar som används idag. Renewables o andra sidan, består av en lösning som bolaget lite småkomiskt har valt att kalla SkyWalker. Denna lösning ska underlätta vid installation av vindkraftverk. Bortsett från Shipyards Solutions, handlar det alltså om tre affärsområden som fortsatt är så pass i startgroparna att det är svårt att sätta ett värde på dessa (forts.).



Disruptive technologies, sustainable results

Nekkar logo (källa: Nekkar.com)

Goda förutsättningar 2023

Under 2022 blev tyvärr en del projekt uppskjutna och såväl omsättningen som vinsten var en besvikelse. Därpå fortsatte man att avverka orderboken, eftersom de större projektvinsterna (Synkrolift) uteblev. Det finns dock flera saker som talar för att man i år kan komma tillbaka på rätt spår.

Först och främst förklarade ledningen mer ingående i årsrapporten hur orderboken ser ut. Utöver att den totala orderbacklogen uppgår till 824 MNOK, förklarade man att exekvering av 405 MNOK sker i år och resterande del (419 MNOK) år 2024. Med tanke på att omsättningen i fjol var 388 MNOK, borde man alltså endast på basen av ovan ha mycket goda förutsättningar att växa 2023-2024.

Orderboken omfattar inte de ordrar som tas emot och slutförs under samma kvartal (bl.a. service och reservdelar). Serviceverksamheten omsatte 68 MNOK ifjol, upp från 27 MNOK år 2019, och under samma period har orderingen ökat från 25 till 95 MNOK. Det här börjar alltså bli en väsentlig del av de totala intäkterna (2022: 17,5%). Med tanke på att man redan har en bred bas av installerade lyftanordningar, kan servicebenet på sikt bli en ytterst viktig del. När man ser på andra industribolag av liknande karaktär, är service-delen ofta höglönsam och en

viktig del av verksamheten. I Nekkars fall kan det mycket väl även bli det på sikt, men bolaget har poängterat att det är långt i från säkert att lönsamheten blir högre inom service än projekt.

Pipelinen för nybyggnation- och uppgraderingsprojekt ser mycket lovande ut för närvarande, om man ska tro ledningens uppskattning. I rapporten för det fjärde kvartalet lade bolaget nämligen fram att tender pipeline för 2023/2024 uppgår till 2000 MNOK samt 1200 MNOK år 2025 och framåt. Om bolaget lyckas ro hem en betydande del av dessa projekt ser det med andra ord ut som att den norska lyftanordningsleverantören antligen kan fylla på orderboken igen. Det är på tiden, efter att ha avverkat orderboken i flera års tid, och glädjande eftersom då verkar finnas en viss korrelation mellan orderbokens storlek och omsättningen.

När det gäller de andra affärsområdena, väntar vi förstås med spänning på mer information om det fyra år långa kontraktet med den stora, icke-namngivna, rig-operatören inom Digital Solutions (InteliWell joint venture). Med det sagt väljer vi att inte lägga någons större vikt vid dessa än idag, men vår förhoppning är givetvis att de inom en överskådlig framtid kan börja generera intäkter.

Risker

Lönsamheten är fortsatt ett stort frågetecken när det kommer till Nekkar. EBITDA-marginalen var låga 16% ifjol, jämfört med 29% året innan. Något entydigt svar på om den befintliga orderboken är skyddad mot inflation har vi heller inte kommit över, så det finns antagligen en risk för pressade marginaler även framgent. Förutom risk för att ledningen inte klarar av att leverera på den bild de målat upp i årsrapporten, känns ovan definitivt som en av de största orosmomenten i dagsläget.

Summering

Vinsten föll från 1,04 NOK år 2021, till 0,30 NOK i fjol. Vår förhoppning är att Nekkar i år närmar sig omsättningen år 2021 (480 MNOK) och att lönsamheten hålls på en ok nivå. Osäkerheten i alla våra prognoser får betraktas som oerhört hög, men vi polerar på en vinst per aktie på över 0,7 NOK. Det resulterar i ett P/E-tal på ca 10x. Samtidigt har Nekkar goda möjligheter att fylla på orderboken i år, vilket skulle trygga framtida kassaflöden och inge förtroende. När vi beaktar allt ovan, bedömer vi att det norska bolaget har goda chanser att prestera bra på 12-månaders sikt och Nekkar tar därför plats i årets vinnar-nummer. ■

Innehavsredovisning
Axel Stenman



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

