



# STOCKPICKER

Nr 43 | 30 oktober 2023

FOREIGN AFFAIRS

## PepsiCo

ETT BRA VAL  
I OROLIGA TIDER

## Q3-rapporter



TSMC



ALPHABET



VALMET



TIETOEVRY



## Johnson & Johnson

TEKNISK ANALYS

## AKTUELLT

NO MERCY

## TOP PICKS

UTMANANDE FÖR  
ALLT FLER AV BOLAGEN

## Foreign Affairs 43 | No Mercy

**Att äga aktier** under oktober månad var inte särskilt fördelaktigt i år. Sakta mak har världsindexen sökt sig nedåt och inte minst Stockholmsbörsen föll 7 dagar i följd i oktober för andra gången på kort tid (senast i augusti).

Fear & Greed Index är förvisso bara svagt ned sedan föregående nummer av Foreign Affairs, men känslan är att det är osäkrare än på länge. MSCI World Index har tappat mer än 5 % bara under de senaste två veckorna.

**Det är förstås omöjligt** att sätta fingret på vad den breda nedgången beror på, men en bidragande orsak har säkerligen varit de stigande långräntorna i USA. Den 10-åriga statsobligationen har nämligen varit uppe och nosat på 5 % i USA ett antal gånger på sistone, men har inte klarat av att passera nivån än. För cirka en vecka sedan var det nära igen, men plötsligt föll 10-åringen tillbaka väldigt snabbt och det spekulerades i att detta skulle ha berott på en tweet av Bill Ackman, en av de större hedgefondförvaltarna i USA.

**Rapportperioden** har nu även dragit igång på allvar och hittills har det inte varit en särskilt positiv sådan för varken oss eller marknaden som helhet. Även om många bolag fortsatt redovisar fina resultat, syns avmattningen nu tydligt i många sektorer. Inte minst i orderingång och allt försiktigare uttalanden i VD-orden. Många bolag har även straffats rätt ordentligt trots fina resultat, men som vanligt finns det finns några undantag som bekräftar regeln. Det återstår dock en hel del rapporter än före man kan dra några större slutsatser, men den lågkonjunktur som det har pratats om i över ett år börjar senast nu vara tydlig. Framförallt då i Europa.

**Det här bekräftades** även på sitt sätt av ECB som under torsdagseftermiddagen angav att styrräntan förblir oförändrad. Insättningsräntan förblir därmed kvar på 4 % i euroområdet. ECB-chefen Lagarde påpekade att inflationen fortsatt förväntas ligga på en för hög nivå under för lång tid, men underströk att inflationen i september sjönk markant.

Utöver otaliga rapporter av bolag som är verksamma på global nivå (t.ex. Apple, McDonalds och Novo Nordisk), väntar även en tung makrovecka med bland annat jobbsiffror och räntebesked av FED nu på onsdag.

**Även om** aktier kanske inte har varit varken den roligaste eller bästa tillgången att äga på ett bra tag nu, tåls det att upprepas att situationen är en annan när man drar ut tidsspannet och långsiktighet tenderar att premieras.

Vi fortsätter därför att försöka hitta intressanta bolag och utöver ett större antal rapportkommentarer i dagens Foreign Affairs, ser vi även för första gången närmare på den amerikanska utdelningsaristokraten PepsiCo. Som vanligt ger vi även teknisk analys av ett bolag, där valet idag faller på Johnson & Johnson.

Lycka till med era investeringar därute – vi hörs igen om två veckor.

På återseende! ■

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.



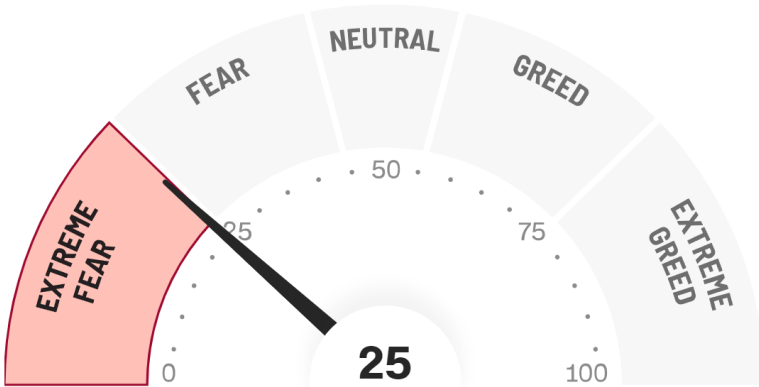
Axel Stenman | Equity Research & Management



MSCI World Index USD 2023-10-30 USD (källa: markets.businessinsider.com/index/msci-world)

INDEX		6M %
OMXS30	OMX Stockholm 30 Index	-9,7
OBX	OBX Total Return Index	5,4
OMXH25	OMX Helsinki 25	-14,6
OMXC20	OMX Copenhagen 20	1,2
OMXN40	OMX Nordic 40	-5,6
DAX	Frankfurt DAX Index	-7,8
SXXP	STOXX Europe 600 (Price EUR)	-7,9
N225	NIKKEI 225 INDEX	6,4
DJI	Dow Jones Industrial Average	-4,9
NDX	NASDAQ-100	7,1
SP500	S&P 500	-1,2
HSI	Hang Seng Index	-12,9
RTSI	Moscow RTS Index	5,4

Hämtad 2023-10-30 (källa: Infront)



Fear & Greed Index 2023-10-30 (källa: CNN Business)

VALUTA		6M %
USDSEK	US Dollar / Swedish Krona	8,8
EURSEK	Euro / Swedish Krona	4,2
JPYSEK	Japanese Yen / Swedish Krona	-0,1
NOKSEK	Norwegian Krone / Swedish Krona	3,8
DKKSEK	Danish Krone / Swedish Krona	4,2
CNYSEK	Chinese Yuan / Swedish Krona	2,8
CADSEK	Canadian Dollar / Swedish Krona	6,4

Hämtad 2023-10-30 (källa: Infront)

# Få en extra inkomst från börserna

## - Vill du veta hur?

Jag vill veta mer

# PepsiCo

## Ett bra val i oroliga tider

KÖP | PEP | NASDAQ USA | 159,6 USD

+	Styrkor	⚠	Risker / Svagheter	↗	Möjligheter
✳	Ledande position i en konjunktur stabil bransch Historik av att vara flexibla och innovativa när det gäller produktportföljen	✳	Förändringar i konsumentbeteende (t.ex. betingad av en ny generation diabetemedel)	✳	Megatrender såsom urbanisering och växande medelklass globalt ökar marknadens storlek

**Volatiliteten** inom dagligvarusektorn har varit ovanligt hög i år, trots att den vanligtvis anses vara defensiv och stabil. Mat och dryck behövs även i dåliga tider och försäljningen brukar vara tämligen okänslig för konjunkturrella variationer. Stora etablerade aktörer med välkända varumärken genererar för det mesta goda kassaflöden och är generösa i sina utdelningar till aktieägarna.

Det som har spökat i mat- och restaurangbranschen de senaste månaderna har därav inte varit så mycket relaterat till avmattningen av det allmänna konsumentförtroendet, utan snarare rapporter om den ökande populariteten av en ny generation diabetemedel som enligt studier även minskar sötsuget och hungerkänslan. Som konsekvens har populariteten ökat på kort tid inte bara bland diabetespatienter, utan även bland de som vill gå ner i vikt.

**Flera experter och analytiker** började dra slutsatsen att försäljningen av bland annat snacks, godis, fast food och läsk kommer att påverkas negativt. För några veckor sedan göt Walmarts vd John Furner olja på elden när han uppgav att bolaget hade sett en liten förändring i konsum-

tionsbeteendet jämfört med den totala befolkningen bland de kunder som tar de nya diabetemedlen. Även om hans slutsats var att det snarast handlar om en liten minskning av den totala varukorgen, så var kommentarerna tillräckliga för att sätta ytterligare press på McDonald's-, Hershey-, Coca-Cola- och PepsiCo börsvärden. Det sistnämnda bolaget, PepsiCo, kom i början av oktober med ett tydligt svar på spekulationerna i form av en övertygande rapport för det tredje kvartalet samt optimistiska utsikter.

**PepsiCos rötter sträcker sig** tillbaka till 1898 när den amerikanske apotekaren Caleb Bradham skapade sin "Pepsi-Cola". Inspirationen hade han fått från sin kollega John Stith Pemberton, som redan 1886 uppfann formeln bakom "Coca-Cola". Än idag dominerar de båda aktörerna marknaden för icke-alkoholhaltiga drycker och i USA har de tillsammans en marknadsandel på över 70 % av kolsyrade läskedrycker.

Till skillnad från Coca-Cola fokuserar dock PepsiCo inte enbart på dryckesmarknaden. Med en omsättning på över 86 mdr USD är företaget en

av världens största livsmedels- och dryckesföretag. Faktum är att nästan 60 % av koncernens omsättning är från livsmedel, framförallt då snacks som till exempel chips. Den globala produktportföljen omfattar över 20 varumärken, såsom Lay's, Doritos, Lipton, 7UP, Pepsi, Quaker, Gatorade och Tropicana. Geografiskt sett är den amerikanska marknaden den mest betydande med en omsättningsandel på 57 %, följt av Europa (15) och Latinamerika (11).

**Tack vare** sin breda produktportfölj och starka marknadsposition har PepsiCo historiskt inte bara visat imponerande motståndskraft, utan har också väl hanterat ökade kostnader till följd av inflation genom egna prisförändringar. Det möjliggjorde att EBIT-marginalen hölls oförändrad på 14,3 % även förra året, ett kraftigt inflationstryck till trots. Både drycker och snacks har en stadigt växande efterfrågetrend. Koncernens omsättning har ökat med en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) på 6,3 % under de senaste fem åren. Även under ekonomiskt mycket svåra tider, som under Lehman-krisen 2008/09, har det inte varit några stora nedgångar. (forts.)

**Bolaget har dessutom** ett mycket bra track record vad det gäller produktrevolution och -innovation samt har visat sig vara anpassningsbar när det gäller nya konsumtionstrender. Under åren har allt hälsosammare alternativ lanserats, såsom läskedrycker utan socker eller kalorier och frukostprodukter med högre fullkornsinnehåll. Man satsar även på intressanta företagsförvärv, där Sodastream uppköpet år 2018 är ett bra exempel. Dessutom är PepsiCo en av de så kallade dividendaristokraterna, det vill säga bolaget har ökat sina utdelning minst 25 år i följd. PepsiCo har till och med gjort det i 51 år i sträck och för närvarande uppgår direktavkastningen till omkring 3 %.

Rapporten för det tredje kvartalet överträffade analytikernas förhandsprognoser och visade en organisk omsättningsökning på 8,8 % till 23,5 mdr USD. Enligt vd:n Ramon Laguarta har man så här långt inte märkt några tydliga effekter av de omtalade diabetesmedlen. Främst drivet av prisökningar ökade snacks-divisionen "Frito-Lay Nordamerika" sina intäkter med 7 % i kvartalet. I regionerna Latinamerika och Europa redovisades en organisk tillväxt på 9 % respektive 13 %. Rörelsemarginalen förbättrades även med 1,8 procentenheter till 17,1 %.

Som vanligt har kassaflödesgenereringen hittills i år varit imponerande och under de första nio månaderna uppgick

det fria kassaflödet till 5,1 mdr USD. Stora delar av detta har använts till utdelningar samt även en mindre del till återköp av egna aktier. Givet en såpass hög utdelningsandel är det inte förvånande att det går relativt långsamt för PepsiCo att minska sin skulder. Vid slutet av kvartalet motsvarade nettoskulden ungefär det dubbla rörelseresultatet före av- och nedskrivningar (net debt/EBITDA, 12-månader rullande). För ett stabilt företag som PepsiCo är det inget problem, men man kan undra varför ledningen inte sätter mer fokus på minska skuldbördan i en miljö med stigande räntor.

**Det finns i alla fall** ingen tvivel på ledningens optimism inför framtiden. Efter den överraskande starka vinstökningen under det tredje kvartalet höjde vd Laguarta sin prognos för helåret och räknar numera med att den justerade vinsten per aktie (adjusted EPS) kommer öka med 13 % (tidigare +12 %) samtidigt som han lämnade omsättningsprognosen oförändrad på +10 %. För 2024 förväntas både organisk omsättningstillväxt och EPS-tillväxt ligga i den övre ändan av de långsiktiga målen. Det skulle innebära en ökning av omsättningen med 5 - 6 % och en EPS tillväxt på 8 - 9 % för 2024.

Eftersom PepsiCo har god insikt i kostnadssidan och ledningen är känd för att vara konservativ framstår prog-

nosen som realistisk. Till skillnad från icke-essentiella konsumtionsvaror är såväl försäljningen av drycker som livsmedel kända för sin motståndskraft. På lång sikt talar megatrender som urbanisering och en växande medelklass för ytterligare tillväxtpotential.

**Från sin toppnivå** i mitten av maj har aktien tappat nästan 20%. Justerat för nettoskulden motsvarar nuvarande börsvärde omkring 17x det förväntade rörelseresultatet år 2024 (EV/EBIT). P/E-talet har kommit ner till historiskt låga 20x. Snittet för de senaste 5 åren har varit 26x och dagligvaruaktier handlas ofta till ett premium mot index, givet stabiliteten i affärsmodellen. Vi ser ett intressant ingångsläge för en den långsiktiga placeraren och sätter Köp på 12-månaders sikt med en riktkurs 195 USD. ■

Sebastian Lang  
sebastian.lang@stockpicker.se



Källa: PepsiCo Media Gallery

# TSMC Q3 2023

## Stabila prestationer i utmanande marknad

KÖP | TSM | NYSE USA | 86,0 USD

**Den taiwanesiska giganten** TSMC:s resultat för det tredje kvartalet var klart bättre än väntat. Vinsten i Q3 uppgick till 211 mdr TWD, medan de flesta analytiker låg en bit under 200 mdr i sina estimat.

I förhållande till Q3 2022, föll nettoomsättningen och vinst per aktie med 11 % respektive 25 %. Det här må låta svagt, men var faktiskt bättre på så gott som alla punkter än vad analytikerna hade väntat sig. TSMC redovisar som bekant försäljningssiffror månatligen och är väldigt tydlig i såväl sin kommunikation som sina prognoser. Omsättningen i Q3 landade på 547 mdr TWD, i linje med bolagets angivna prognos för Q3, medan EBIT-marginalen var 41,7 %, något högre än bolagets guidance på 38 – 40 %.

**En del positiva tongångar** bidrog även VD Wei med, där han bland annat såg framför sig ett 2024 med tillväxt och att TSMC presterar bättre än

branschen i helhet. Han såg även att efterfrågan på bland annat datorer och telefoner stabiliserat sig något samt en hälsosammare lagersituation hos kunderna.

Hur snabb en eventuell återhämtning kan gå var dock för tidigt att svara på med tanke på det utmanande makroekonomiska klimatet samt den långsamma ekonomiska återhämtningen i Kina.

**Med hänsyn till** de positiva tongångarna, är frågan om 2023 bara blir ett litet hack i kurvan för TSMC. Bolaget har som bekant en oerhört fin historik och anses av en del vara ett av de mest välskötta bolagen i världen. I nästa år, 2024, väntar sig analytikerna redan att såväl omsättningen som EBIT ökar med över 20 %, enligt sammanställningen av Quartr. Det innebär att P/E-talet faller under 15x och att EV/EBIT-multipeln är omkring 12x.

**Även om värderingen** inte är särskilt ansträngd, går det förstås inte att bortse från spänningarna mellan Taiwan och Kina. Som vi nämnt i tidigare analyser, har TSMC beslutat att investera kraftigt i fabriksanläggningar i såväl Europa som USA det senaste året, vilket åtminstone till viss utsträckning kan sänka den politiska risken på sikt.

**Efter rapporten** ser vi ingen anledning till att ändra vår syn på bolaget. Riskerna finns fortsatt där, men det mesta pekar på att tillväxten är på väg tillbaka redan i nästa år. Bolaget delar som bekant ut kvartalsvis och den som äger ADR:n på New York Stock Exchange (NYSE), ticker TSM, erhöll den 12 oktober cirka 0,47 USD i utdelning. Nästa utdelning väntar i början av januari nästa år, för de som äger aktien 14 december. ■

### Selected Items from Statements of Comprehensive Income

(In NT\$ billions unless otherwise noted)	3Q23	3Q23 Guidance	2Q23	3Q22	3Q23 Over 2Q23	3Q23 Over 3Q22
Net Revenue (US\$ billions)	17.28	16.7-17.5	15.68	20.23	+10.2%	-14.6%
Net Revenue	546.73		480.84	613.14	+13.7%	-10.8%
<b>Gross Margin</b>	<b>54.3%</b>	<b>51.5%-53.5%</b>	<b>54.1%</b>	<b>60.4%</b>	<b>+0.2 ppt</b>	<b>-6.1 ppts</b>
Operating Expenses	(68.70)		(58.19)	(60.19)	+18.1%	+14.2%
<b>Operating Margin</b>	<b>41.7%</b>	<b>38%-40%</b>	<b>42.0%</b>	<b>50.6%</b>	<b>-0.3 ppt</b>	<b>-8.9 ppts</b>
Non-Operating Items	13.87		12.72	6.37	+9.1%	+117.9%
Net Income to Shareholders of the Parent Company	211.00		181.80	280.87	+16.1%	-24.9%
<b>Net Profit Margin</b>	<b>38.6%</b>		<b>37.8%</b>	<b>45.8%</b>	<b>+0.8 ppt</b>	<b>-7.2 ppts</b>
EPS (NT Dollar)	8.14		7.01	10.83	+16.1%	-24.9%
ROE	25.8%		23.2%	42.9%	+2.6 ppts	-17.1 ppts
Shipment (Kpcs, 12"-equiv. Wafer)	2,902		2,916	3,974	-0.5%	-27.0%
Average Exchange Rate--USD/NTD	31.64	30.80	30.67	30.32	+3.2%	+4.4%

Källa: TSMC 2023 Third Quarter Earnings Conference Presentation 2023-10-19

# Johnson & Johnson

## Teknisk analys

JNJ | NYSE USA | 145,60 USD

\* JNJ, JOHNSON &amp; JOHNSON, W, 14:30-21:00 (200000 Bars Back)



© eSignal, 2023

Dyn

Källa: eSignal

Vi har tydligt fått se de senaste veckorna att marknaden är inne i en regim där placerare väljer att minska risken i sina portföljer och så kallade hög-beta aktier får då först lämna. Mer defensiva sektorer som exempelvis läkemedel klarar sig ofta bättre även om de också får ta del av marknadens säljflöden.

Ett säljflöde har vi fått se i amerikanska Johnson & Johnson de senaste månaderna. Med facit i hand fanns det aldrig styrka för en etablering ovanför 180 USD,

nu sker avslut omkring det stödområde som finns i höjd med cirka 145 – 155 USD.

En vändning från stödområdet (så att tidigare handelsveckas högsta betal-kurs tas ut) skulle kunna ge ett bra ingångsläge inför en ny uppgång mot 165 - 170 USD. Potentialen är alltså god om köparna skulle lyckas få till en vändning.

Om det däremot blir så att säljarna etablerar Johnson & Johnson under 145 USD, finns risk att nästa stödområde, som finns vid cirka 125 USD,

ska besökas. Trenden försämras då också så pass mycket att köp inte lockar på samma sätt. Vårt bet är dock att köparna kan försöka få till en vändning från nuvarande kursnivåer. ■

Mats Ahlskog  
mats@stockpicker.se

# Valmet Q3 2023

## I linje med förväntningarna

KÖP | VALMT | NASDAQ HELSINGFORS | 20,4 EUR

**Finska Valmet**, som är del av vår fiktiva portfölj i Foreign Affairs, presenterade den 25 oktober resultaten för det tredje kvartalet. Resultaten var ungefär i linje med förväntan, men tyvärr var orderingen något svagare än åtminstone vi hade räknat med.

**Omsättningen växte** med 1 % på årsbasis i det tredje kvartalet, till 1295 MEUR, medan EBITA steg med 11 %, till 147 MEUR. I Q3 2023 blev den justerade vinsten per aktie 0,52 euro, det vill säga något bättre än de 0,51 euro som Valmet redovisade i jämförselekartalet.

Av segmenten var det fortsatt Service (13 %) och Automation (5 %) som fortsätter växa och Valmets största affärsområde Process Technologies (-9%) som agerar bromskloss.

**Orderingången** var dock 17 % svagare i Q3 2023, jämfört med samma kvartal ifjol, och

uppgick till 980 MEUR. Inom samtliga segment upplevde Valmet mindre beställningar, men mest överraskande var kanske att orderingången på Service var ned 18 % från föregående år.

Positivt var dock att Valmet höll sina marknadsutsikter oförändrade och framstod inte som särskilt oroliga även om aktiviteten är lägre. Det beror säkert till en del på att orderbacklogen fortsatt är höga 4,1 mdr euro, vilket skapar en viss stabilitet, trots att den är cirka 12 % lägre än för ett år sedan. Den finska aktören upprepade även sin tidigare angivna helårsprognos, det vill säga att omsättningen och jämförbart EBITA växer från föregående år.

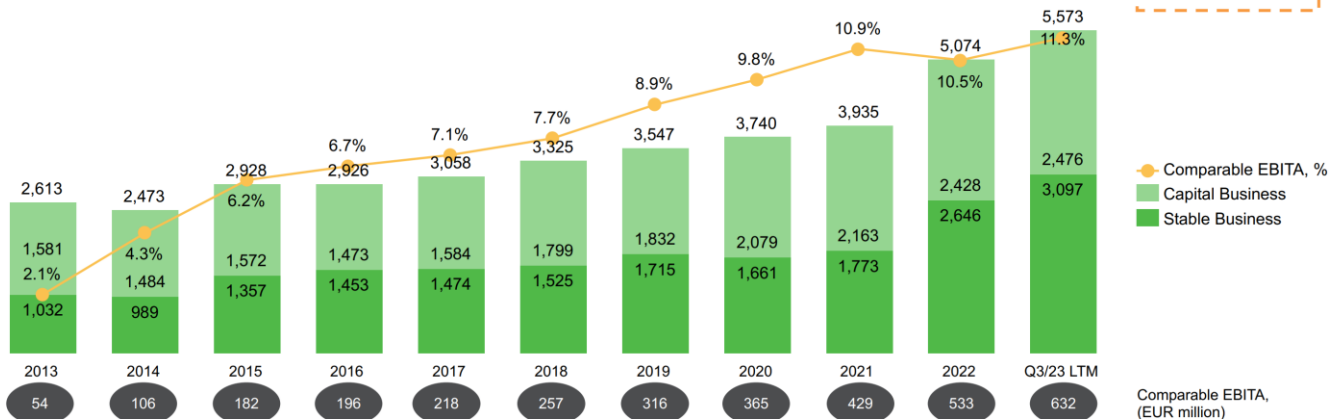
**Trots att Valmet** enligt de flesta är ett klart bättre bolag idag än för tio år sedan, handlas bolaget till historiskt låga multiplar. På såväl våra som analytikernas prognoser

för nästa år, handlas Valmet till ett P/E-tal (just.) på under 10x och en EV/EBIT-multipel på runt 8x. På årets förväntade vinst är multiplarna ungefär desamma.

**Det mesta pekar** även på att Valmet kommer att höja utdelningen i nästa år från årets 1,30 euro. På dagens nivåer är det därmed inte osannolikt att direktavkastningen söker sig uppemot 7 %.

Trots att man får räkna med att både omsättningen och vinsten faller något i nästa år, känns Valmets värdering för aptitlig för att stå utanför. Även Valmets marknader lär återhämta sig i något skede och då lär värderingen snabbt vara en annan. När det kan tänkas ske vågar vi dock inte spekulera i och vi väljer därför att dra ned riktursen från 36, till 27 euro på ett-årssikt. ■

Net sales and Comparable EBITA (EUR million and %)¹



Presentation Q3 2023 (källa: Valmet)



# Alphabet

## Återhämtar sig även om det inte är molnfritt

KÖP | GOOGL | NASDAQ USA | 122,2 USD

**Techjätten Google** redovisade ett tredje kvartal som inte föll marknaden i smaken. Aktien föll med närmare 10 % trots att både omsättningen och vinsten kom in något bättre än analytikernas konsensusprognos.

Att marknaden uttryckte sin besvikelse verkar främst ha varit ett resultat av att Cloud segmentet utvecklats svagare än väntat. Google har investerat kraftigt i affärsområdet för att minska avståndet till konkurrenterna Amazon Web Services och Microsoft Azure.

I Q3 2023 uppgick intäkterna från Cloud till 8,41 mdr dollar och rörelseresultatet blev 266 MUSD, vilket var något sämre än de flesta investerare hade räknat med. Trots att affärsområdet Cloud idag bara står för drygt en tiondedel av de totala intäkterna, väntas det vara en viktig del av Google framgent. Bland annat för att

tillväxten inom AI lär vara hög, vilket väntas leda till ett stort behov av molnlösningar som klarar av att hantera mycket data. Google har en längre tid aktivt investerat i Cloud och trots marknads besvikelse växte segmentet med 22 % på årsbasis.

**I det stora hela** var det tredje kvartalet långt ifrån någon besvikelse. Topline växte med 11 %, jämfört med Q3 2022, till 76,7 mdr dollar. Detta var främst ett resultat av en återhämtning inom annonseringsmarknaden, som fortsatt står för lejonparten av Alphabets intäkter. Lönsamheten var det heller inget fel på. Rörelsemarginalen landade på 28 % i det tredje kvartalet i år (Q3 2022: 25 %) och vinsten per aktie steg från 1,06 dollar i Q3 ifjol, till 1,55 dollar i år.

**Det råder ingen tvekan** om att Google behöver visa en högre tillväxt samt lönsamhet

inom Cloud-segmentet för att aktien ska kunna fortsätta ta kliv uppåt. I övrigt går dock verksamheten stabilt och den inte alltför gamla utmanaren till TikTok, Youtube Shorts, har redan idag över 70 mdr visningar dagligen.

**Trots en uppgång** på över 38 % i år, handlas aktien till överkomliga multiplar. För tillfället handlas Google till ett P/E-tal och en EV/EBIT-multipel på 21x respektive 17x, ifall man utgår ifrån Quartr:s sammanställning av analytikernas prognoser.

Google annonserade som bekant även ett stort kostnadsbesparingsprogram i januari, som bland annat berörde runt 12 000 arbetsplatser. Under året har en del personer inom vissa enheter fått lämna och man har även dragit bort en hel del arbetsannonser från rekryteringsorganisationer. ■

	Quarter Ended September 30,	
	2022	2023
Google Search & other	\$ 39,539	\$ 44,026
YouTube ads	7,071	7,952
Google Network	7,872	7,669
Google advertising	54,482	59,647
Google other	6,895	8,339
Google Services total	61,377	67,986
Google Cloud	6,868	8,411
Other Bets	209	297
Hedging gains (losses)	638	(1)
Total revenues	\$ 69,092	\$ 76,693
Total TAC	\$ 11,826	\$ 12,642
Number of employees <sup>(1)</sup>	186,779	182,381

Source: Alphabet Third Quarter 2023 Results

# Tietoevry Q3

## I väntan på bättre tider för IT-konsulterna

KÖP | TIETO | NASDAQ HELSINGFORS | 19,5 EUR

Det var sedan tidigare väntat att den nordiska IT-konsulten Tietoevrys tredje kvartal inte skulle leda till några större jubel. I september var bolaget nämligen ute och drog ned helårsprognosen, så en svag Q3-rapport var att vänta.

I stora drag var rapporten i linje med våra förväntningar. Omsättningen föll med 4 %, i förhållande till Q3 2022, till 660 MEUR. Den organiska tillväxten var fortsatt positiv och uppgick till 2 %. Att bolaget uppvisade organisk tillväxt även i det tredje kvartalet får man tacka affärsområdena Banking (+11 %), Industry (6 %) och Care (3 %) för. Tyvärr har tillväxttakten, precis som för flera av sektorkollegorna, tappat fart i år och order backlogen var ned 1 %. I Q3 påverkades Tietoevry även negativt av ett färre antal arbetsdagar samt valutaförändringar.

Bolaget höll fast vid den uppdaterade prognosen för 2023 från september; det vill säga

en organisk tillväxt på cirka 4 % samt en EBITA-marginal på 12,6 - 13,0 %.

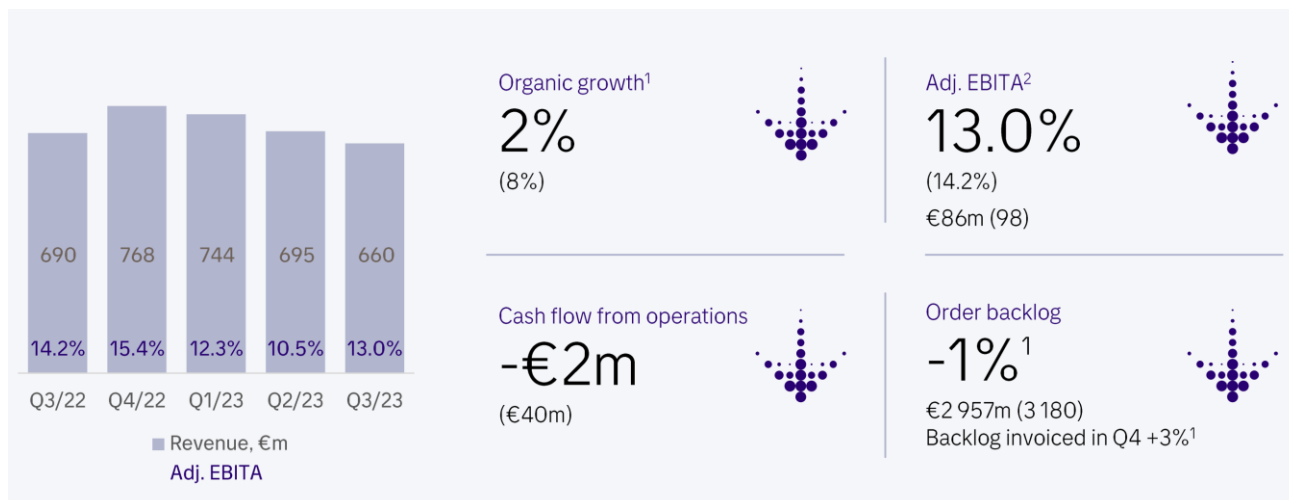
**Strategiska utvärderingen**, av de affärsben som Tietoevry planerar att separera, verkar fortsätta enligt den tidsplan som ledningen tidigare har kommunicerat. I det avseendet framkom alltså inget nytt, men däremot gav man lite mer information om förvärvet av Mentor-Mate.

Det amerikanska bolaget förvärvades till en EV/EBITA-multipel på 14,4x, eller 10,6x om man beaktar synergieffekter. Med andra ord siktar Tietoevry på rätt betydande synergier från transaktionen. Multipeln på det förvärvade bolaget var klart högre än Tietoevrys egna värdering, vilket i sig kanske inte är så konstigt då vi pratar om ett amerikanskt bolag men ändå värt att notera.

**Vårt ursprungliga case** var att Tietoevry skulle ta sig ur den kroniskt låga värderingen genom att återgå till tillväxt.

Även om man ännu uppvisar en organisk tillväxt, har den saktat ned rejält i de senaste två kvartalen. Så har det sett ut för de flesta IT-konsulter, så det är svårt att beskylla ledningen för det men caset har förstås ändrat. Vi är dock fortsatt positiva till den strategiska utvärderingen och hoppas att man genom den kan synliggöra dolda värden.

Tietoevry har tappat ungefär en fjärdedel av sitt börsvärde i år och handlas nu till ett P/E-tal (just.) på cirka 9x på vår prognos för i år. Bolaget lär dessutom besluta om en utdelning som åtminstone är i linje med fjolårets, vilket på dagens kursnivåer innebär en direktavkastning norr om 7 %. Efterfrågan och tillväxten är förvisso svagare nu än på en tid, men vår tro är att bolaget även i nästa år klarar av att uppvisa organisk tillväxt. Den låga värderingen känns därav attraktiv i dagsläget, men till följd av det förändrade marknadsläget väljer vi att dra ned riktkursen till 25 euro.



Källa: Tietoevry Q3 2023 Presentation

Aktie	Industri	Börs	Inträde	Köpkurs	Aktuell kurs	Riktkurs	Potential	+/-	Analys
Nekkar Asa (XOSL:NKR)	Machinery, Equipment & Components	Oslo Bors Asa	2021-12-10	8,9 NOK	8,0 NOK	9,0 NOK	13 %	-10 %	SPFA 1
Tietoevry Oyj (XHEL:TIETO)*	Software & IT Services	NASDAQ Helsinki	2022-01-07	26,8 EUR	19,5 EUR	25,0 EUR	28 %	-16 %	SPFA 2
Broedrene A & O Johansen A/S (XCSE:AOJ B)*	Industrial Suppliers	Mid Cap Copenhagen	2022-03-04	105,5 DKK	60,5 DKK	100,0 DKK	65 %	-34 %	SPFA 6
EXPEDIA GROUP, INC. (XNAS:EXPE)	Hotels & Entertainment Services	Nasdaq Stock Market	2022-04-22	181,7 USD	93,1 USD	150,0 USD	61 %	-49 %	SPFA 9
DoubleDown Interactive Co., Ltd. (XNAS:DDI)	Hotels & Entertainment Services	Nasdaq Stock Market	2022-05-20	10,4 USD	8,0 USD	13,0 USD	63 %	-23 %	SPFA 11
NIKE, INC. (XNYS:NKE)*	Textiles & Apparel	New York Stock Exchange	2022-08-19	113,2 USD	98,0 USD	135,0 USD	38 %	-12 %	SPFA 15
Volkswagen AG (XFRA:VOW3)*	Automobiles & Auto Parts	Deutsche Boerse AG	2022-09-16	145,5 EUR	100,0 EUR	190,0 EUR	90 %	-12 %	SPFA 17
Hawesko Holding SE (XFRA:HAW)*	Retail	Deutsche Boerse AG	2022-11-25	39,9 EUR	32,8 EUR	50,0 EUR	52 %	-13 %	SPFA 22
THE HOME DEPOT, INC. (XNYS:HD)*	Specialty Retailers	New York Stock Exchange	2022-12-10	320,5 USD	276,5 USD	390,0 USD	41 %	-12 %	SPFA 23
Nokian Tyres plc (XHEL:TYRES)*	Automobiles & Auto Parts	NASDAQ Helsinki	2023-01-20	11,0 EUR	7,0 EUR	13,0 EUR	85 %	-33 %	SPFA 25
MADISON SQUARE GARDEN SPORTS CORP. (XNYS:MSGS)	Media & Publishing	New York Stock Exchange	2023-03-10	187,1 USD	165,2 USD	374,2 USD	127 %	-12 %	SPFA 29
Odfjell Technology Ltd (XOSL:OTL)*	Oil & Gas Related Equipment and Services	Oslo Bors Asa	2023-03-24	50,0 NOK	52,3 NOK	75,0 NOK	43 %	8 %	SPFA 30
TOPGOLF CALLAWAY BRANDS CORP. (XNYS:MODG)	Leisure Products	New York Stock Exchange	2023-04-06	21,7 USD	12,1 USD	28,0 USD	131 %	-44 %	SPFA 31
Valmet Corporation (XHEL:VALMT)*	Machinery, Equipment & Components	NASDAQ Helsinki	2023-05-05	29,8 EUR	20,4 EUR	27,0 EUR	32 %	-30 %	SPFA 33
SEGA SAMMY HOLDINGS INC. (OTCM:SGAMY)	Media & Publishing	Tokyo	2023-06-02	2 810 JPY	2 488 JPY	3 400 JPY	37 %	-11 %	SPFA 35
Infinion Technologies AG (XFRA:IFX)	Semiconductors & Semiconductor Equipment	Deutsche Boerse AG	2023-06-02	35,8 EUR	29,1 EUR	45,0 EUR	55 %	-19 %	SPFA 35
Tokmanni Group Oyj (XHEL:TOKMAN)	Diversified Retail	NASDAQ Helsinki	2023-06-16	12,2 EUR	12,5 EUR	14,5 EUR	16 %	3 %	SPFA 36
AMAZON.COM, INC. (XNAS:AMZN)	Diversified Retail	Nasdaq Stock Market	2023-06-16	125,5 USD	127,7 USD	150,0 USD	17 %	2 %	SPFA 36
Nokia Oyj (XHEL:NOKIA)*	Communications & Networking	NASDAQ Helsinki	2023-06-16	3,9 EUR	3,1 EUR	3,5 EUR	13 %	-21 %	SPFA 36
Knorr Bremse AG (XFRA:KBX)	Machinery, Equipment & Components	Deutsche Boerse AG	2023-08-18	62,6 EUR	54,0 EUR	75,0 EUR	39 %	-14 %	SPFA 38
MTU Aero Engines AG (XFRA:MTX)	Aerospace & Defense	Deutsche Boerse AG	2023-09-15	174,0 EUR	177,4 EUR	240,0 EUR	35 %	2 %	SPFA 40
Scandinavian Medical Solutions A/S (XCSE:SMSMED)	Healthcare Equipment & Supplies	Nasdaq Copenhagen	2023-09-29	10,3 EUR	9,7 EUR	12,5 EUR	29 %	-6 %	SPFA 41
On Holding Ltd (XNYS:ONON)	Textiles & Apparel	New York Stock Exchange	2023-10-13	23,7 USD	24,5 USD	35,0 USD	43 %	4 %	SPFA 42
Cargotec Corp (XHEL:CGCBV)	Machinery, Equipment & Components	NASDAQ Helsinki	2023-10-13	40,3 EUR	36,4 EUR	48,0 EUR	32 %	-10 %	SPFA 42
CANADA GOOSE HOLDINGS INC. (XTSE:GOOS)	Textiles & Apparel	Toronto Stock Exchange	2023-10-13	17,6 CAD	15,7 CAD	22,0 CAD	40 %	-11 %	SPFA 42
PEPSICO, INC. (XNAS:PEP)	Beverages	Nasdaq Stock Market	2023-10-27	159,6 USD	159,6 USD	195,0 USD	22 %	0 %	SPFA 43

\* Utdelning beaktad i utvecklingen (data per 2023-10-29)

GRÖN = Lämnar Top Picks efter att ha uppnått riktkurs | RÖD = lämnar Top Picks av annan anledning | BLÅ = nytt bolag i Top Picks | GUL = Riktkurs justerad

## Top Picks | Nokia, Volkswagen, Cargotec, Nokian Tyres...

### Nokia Q3 2023

Den svenska sektorkollegan Ericsson presenterade en svag Q3-rapport dagen innan det var dags för Nokia att redovisa sina siffror för det tredje kvartalet. Det råder ingen tvekan om att sektorn har det tufft och Nokia föll såväl på Ericssons rapport som sin egna en dag senare.

Inbromsningen under juli till september var kraftigare än väntat inom både affärsområdet Mobile Networks och Network Infrastructure. Nokia höll förvisso fast vid den nya helårsprognosen som gavs tidigare i år, men ifall patenttvisterna med Oppo och Vivo inte blir lösta i år finns det en överhängande risk för ytterligare en vinstvarning.

I förhållande till Q3 2022, föll omsättningen med hela 20 % till 5,0 mdr euro i det tredje kvartalet. Ifall man korrigerar för valutaförändringar såg det förvisso något bättre ut men vi pratar ändå om en rejäl inbromsning, speciellt i USA. Det här slog även hårt på resultatet, där EBIT föll med hela 36 % på årsbasis till 424 MEUR.

Det här var tyvärr klart sämre än vi hade väntat oss och vi drar därför ned riktkursen till 3,50 euro på grund av lägre antaganden för 2023 – 2024. På våra estimat för 2024E handlas Nokia nu till en EV/EBIT-multipel (just.) på en bit under 6x.

### Volkswagen Q3 2023

Biltillverkaren Volkswagen var ute och redovisade sina siffror

för det tredje kvartalet den 26 oktober. Aktien gick svagt inför rapport, men Q3 i sig var det inget större fel på.

Intäkterna ökade med nästan 12 % på årsbasis, till 78,8 mdr euro, medan rörelseresultatet före engångsposter steg 15 % till 4,9 mdr euro. Antal sålda fordon var dock endast upp 3,5 % på årsbasis, så en hel del av tillväxten hänför sig till att bilarna nu är allt dyrare. Produktionen av nya fordon sjönk även i det tredje kvartalet med 3 %, till 2,2 mdr enheter.

Utan att borra in sig i detaljer, kan man konstatera att det tyska bolagets resultat under juli - september var solitt. Lönsamheten är dock fortfarande en bra bit ifrån vad bolaget siktar på, och var även klart lägre än analytikernas estimat, så det återstår en hel del arbete.

### Cargotec Q3 2023

Finska Cargotec har inte fått någon vidare start sedan vi valde att plocka in dem i Top Picks för två veckor sedan. Q3 var dock ett starkt kvartal, även om det väckte en del frågetecken kring framtiden.

I Q3 uppgick omsättningen till 1102 MEUR, vilket innebar en tillväxt på 6 % på årsbasis. Lönsamheten var även stark, där rörelsemarginalen (just.) för koncernen uppgick till hela 11,9 % (Q3 2022: 8,6 %). Här låg analytikerna bra mycket lägre i sina estimat, så det var en positiv överraskning.

Orderingången lämnade dock en del att önska och kom in

20 % lägre än under Q3 2022, på 914 MEUR. 2024 blir förstås av allt att döma ett svagare år, vilket vi var inne på i vår analys i förra numret. Det pågående arbetet med separationen av Kalmar och Hiab fortskrider enligt plan.

### Nokian Tyres Vinstvarning

Den finska däcktillverkaren Nokian Tyres gav förra veckan preliminära siffror för det tredje kvartalet samt sänkte den tidigare angivna helårsprognosen. Att innevarande år blir svagt var väntat, men den uppdaterade helårsprognosen var klart svagare än såväl analytikernas som våra förväntningar.

Intäkterna och EBITDA uppgick i det tredje kvartalet till 275,0 respektive 19,5 MEUR. Nokian Tyres hänvisade bland annat till stora lager hos återförsäljarna samt de svåra marknadsförhållandena.

Det här fick bolaget att sänka sin helårsprognos till 1150 – 1200 MEUR, vilket kan sättas i relation till tidigare prognos på 1300 – 1500 MEUR. Utöver det sänkte man förväntan på segmentens rörelsemarginal från tidigare 6 -8 %, till 5,5 – 6,0 %.

Som tidigare nämnts, behöver den som äger Nokian Tyres ha en stark tilltro till varumärket och lyfta blicken 2 -3 år framåt, då den nya produktionsanläggningen bör vara igång. Vi inväntar rapporten nu på tisdag och hoppas då få mer svar på vad det svaga kvartalet berott på. (forts.)

## Top Picks | ...MTU Aero & Brdr. AOJ

Q4 är som bekant ett viktigt kvartal för Nokian Tyres till följd av det tydliga säsongsmönstret.

### MTU Aero Engines Q3 2023

Flygmotortillverkaren MTU Aero Engines bekräftade sin helårsprognos i samband med Q3-rapporten den 27 oktober. Som man kan läsa mer om i vår initiala analys från september, har MTU för närvarande stora engångskostnader, så alla siffror som presenteras nedan är justerade för detta.

Omsättningen i det senaste kvartalet uppgick till 1,52 mdr euro (Q3 2022: 1,35 mdr) och nettovinsten ökade från 113 MEUR i Q3 2022, till 138 MEUR. Om man bortser från de exceptionellt höga engångskostnaderna, för det så kallade Geared Turbofan inspektionsprogrammet, får Q3 beskrivas som ett väldigt bra kvartal där samtliga affärsområden visade organisk tillväxt. För helåret siktar MTU på en omsättning på 6,1 till 6,3 mdr euro och ett justerat rörelseresultat på över 800 MEUR.

### AOJ Q3 2023

Danska bröderna AOJ var som bekant ut och vinstvarnade redan för några veckor sedan, vilket vi beskrev kortfattat i det föregående numret. Under torsdagen, den 26 oktober, presenterade AOJ den fullständiga Q3-rapporten och där framkom egentligen inget märkvärdigt, utan det mesta

berörde det som kommunicerades i vinstvarningen för ett par veckor sedan.

En kraftig och oväntad nedgång i marknaden under september månad, fick AOJ att sänka helårsprognosen. Trots att antalet kundbesök ökade i september, i förhållande till året innan, minskade försäljningen och allt färre köper även produkter som berör den gröna omställningen (främst då värmepumpar).

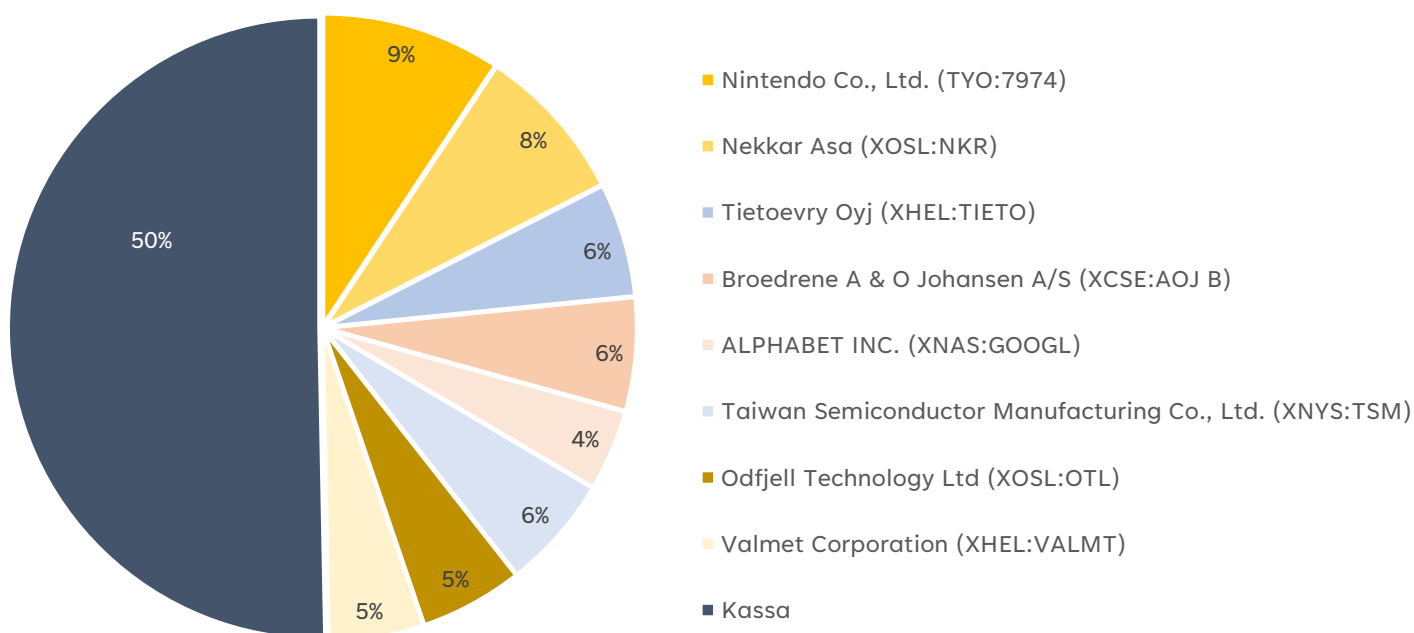
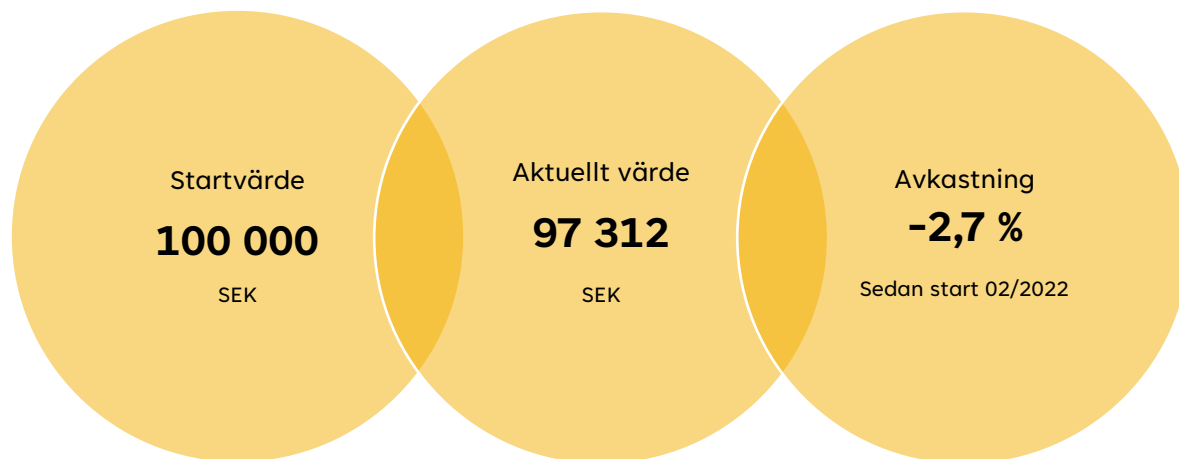
Efter de första 9 månaderna av år 2023 uppgår intäkterna till 3 900 MDKK, i linje alltså med samma period ifjol, och vinsten var 5,9 DKK per aktie (Q1 – Q3 2022: 7,7 DKK). För att anpassa sig till det nya marknadsläget, har AOJ tagit till kostnadsbesparingsåtgärder och bland annat dragit ned antalet anställda.

Det är förstås svårt att se att marknaden ska återhämta sig i närtid och vi väljer därför att dra ned våra prognoser för 2024. Vi anser dock fortsatt att potentialen, i förhållande till risknivån, är attraktiv på längre sikt och håller därav kvar rekommendationen Köp men sänker riktkursen till 100 DKK (från tidigare 135 DKK).

### Sammanfattning

Kvartalsrapporterna fortsätter att trilla in i rask takt de kommande två veckorna och det återstår att se om den breda nedgången kan orka fortsätta.

Efter dagens upplaga av Foreign Affairs tar PepsiCo plats i Top Picks som nytt bolag och efter den senaste tidens svaghet, i kombination med något svalare kvartalsrapporter än väntat, sänker vi riktkursen för AOJ, Tietoevry, Valmet samt Nokia men bibehåller våra köprekommendationer. ■



Utveckling och fördelning i SEK 2023-10-30 (källa: Stockpicker)




  
**Snabba aktievinster**
  
 STOCKPICKER SWING TRADER

[LÄS MER HÄR](#)



#### 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 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](mailto:staff@stockpicker.se)

Telefon: 08-662 06 69

Webbsida: [www.stockpicker.se](http://www.stockpicker.se)

