

Lika i olika

I schack, precis som i investeringar, är positionering för att hantera olika utfall bland det viktigaste. Även om osäkerheten kring marknadsläget är hög är vi troligen fortsatt sent snarare än tidigt i marknadscykeln, sent i räntehöjningscykeln och sent i inflationscykeln. I förra strategirapporten "Allt annat än lika" visade vi hur kvalitetsbolag tenderar att överpresterar när vi är sent i cykeln. Men hur många kvalitetsbolag ska det vara i portföljen och hur mycket i varje? Portföljkonstruktion är komplext, men samtidigt otroligt viktigt. En stor del av avkastningen kommer avgöras av hur du positionerat portföljen med dina investeringar. Hur gör vi?

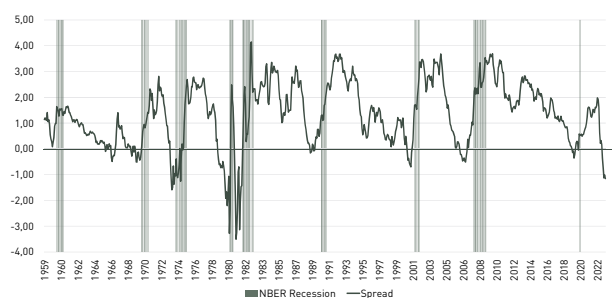
Vi är sannolikt fortfarande sent i cykeln

I förra strategirapporten nämnde vi att vi sannolikt befinner oss sent snarare än tidigt i cykeln. Den uppfattningen har inte förändrats sedan november.

Det finns ingen som har en spåkula. Att veta var vi befinner oss i cykeln är svårt, men vi kan använda historiska mönster och ledande indikatorer som fungerat väl för att ge oss en fingervisning kring sannolikheterna. För att skapa oss en uppfattning kring cykeln kan vi använda vedertagna indikatorer som exempelvis PMI, räntekurvan, ECRI-index eller LEI-index.

Varje gång räntekurvan, det vill säga skillnaden mellan långa och korta räntor i USA, är negativ har det blivit lågkonjunktur historiskt. Nuvarande prissättning är negativ och motsvarar en sannolikhet för lågkonjunktur i USA inom 12 månader på 65 procent enligt New York Fed.

Amerikanska räntekurvan och lågkonjunkturer



Källa: New York Fed

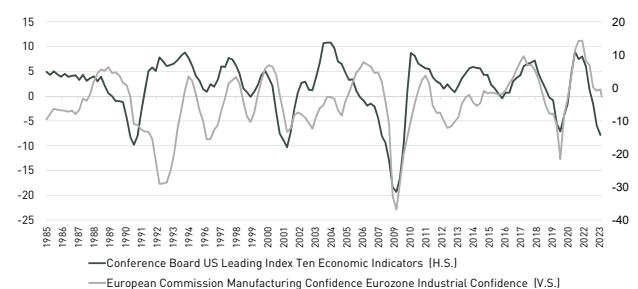
Conference Board US Leading Index Ten Economic Indicators (LEI-index) har likt räntekurvan fungerat väl historiskt för att förutsäga vändpunkter i konjunkturcykeln. Den består av 10

ledande indikatorer för olika delar av ekonomin och med olika vikter:

1. Genomsnittlig arbetsvecka för produktionsarbetare inom tillverkningsindustrin
2. Arbetslöshetsansökningar
3. Nya order för tillverkare (för icke-försvarsprodukter exklusive flygplan)
4. ISM-index för nya order
5. Nya order för tillverkare (för konsumtionsvaror och material)
6. Bygglov för ny privat bostad
7. S&P 500 aktieindex
8. Ledande kreditindex
9. 10-årig räntedifferens minus den officiella bankräntan
10. Genomsnittliga konsumentförväntningar för affärsförhållanden

LEI-index är också negativ, vilket indikerar att vi närmar oss en lågkonjunktur i USA. Den europeiska konjunkturen brukar följa den amerikanska med en eftersläpning.

LEI-Index och Eurozone Industrial Confidence

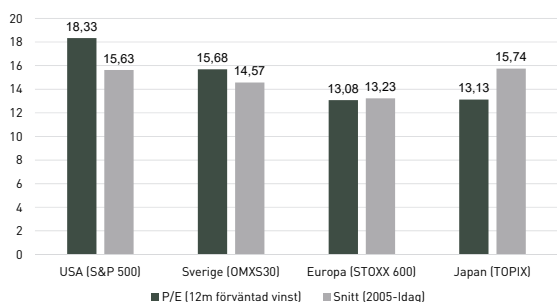


Källa: Bloomberg

Givet att indikatorerna fortsatt pekar mot en inbromsning samtidigt som både vinstförväntningar och värderingsmultiplar inte återspeglar det, är det läge att positionera portföljen lite mer defensivt.

Aktieavkastning kan komma från tre delar: värderingsförändring, tillväxt och direktavkastning. Värderingsläget utanför USA är inte extremt utmanande men det motsvarar inte den förhöjda risken för en inbromsning.

Värdering på olika marknader



Källa: Bloomberg

Vinstförväntningarna har under året varit i en fallande trend, men motsvarar inte ännu vad vi typiskt ser i en inbromsning.

Förväntad vinsttillväxt

Region	2023	2024
USA (S&P 500)	-1,3%	9,8%
Sverige (OMXS30)	26,1%	-4,3%
Europa (STOXX 600)	0,1%	5,8%
Japan (TOPIX)	18,6%	2,8%

Källa: Bloomberg

För att ta Europa som exempel har vinsten i lågkonjunkturer i snitt fallit med ungefär 30 procent sedan 1990. Det är dock stor spridning mellan olika lågkonjunkturer. Efter teknikbubblan 2001 föll vinsterna med 11 procent. De föll med över 50 procent under finanskrisen, 20 procent i Eurokrisen 2011-2012 och 29 procent under pandemin 2020. Det är också stor skillnad mellan olika sektorer. Mer cykliska sektorer som biltillverkare, råvaror och resebolag tappade mer än 40 procent av vinsten i snitt medan mindre cykliska sektorer så som hälsovård i snitt tappade endast 5 procent. Med så stora skillnader mellan sektorer blir det uppenbart att sektorfördelningen kommer att spela en avgörande roll för hur portföljen presterar.

Portföljkonstruktion

Som vi visade i strategirapporten i november har kvalitetsbolag, det vill säga bolag med högre lönsamhet, värdeskapande tillväxt och lägre risk, fungerat absolut bäst i den här delen av cykeln. Enbart hög

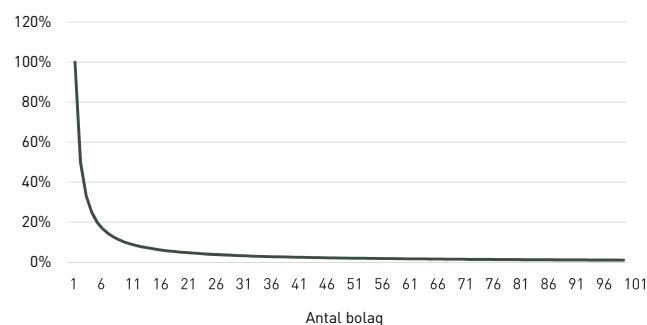
kvalitet räcker inte för att kvalificera sig som intressant investering, vi måste även sätta kvalitet i förhållande till pris och sedan bestämma hur portföljen ska fördelas mellan olika investeringsmöjligheter.

Koncentrerad portfölj

Balansen mellan vinsten av att ha rätt och förlusten av att ha fel är knepig. Det finns inget rätt eller fel i hur många aktier du bör ha i portföljen. Det är alltid lätt att i efterhand säga vilken aktie som varit den bästa investeringen. Problemet är att vi inte med säkerhet kan veta vilket bolag som kommer prestera bäst över de kommande åren, så vi måste sprida risken för att i snitt uppnå en attraktiv riskjusterad avkastning över tid. Det är därför vi äger en portfölj och inte ett enskilt bolag.

Det är viktigt att förbereda sig för det värsta som kan hända, vilket i en bolagsinvestering är att det blir värt noll, och är det det endabolaget i portföljen blir förlusten 100 procent, men med 10 bolag blir förlusten 10 procent. Risken sjunker kraftigt upp till 30-50 bolag, men därefter är effekten marginell. Allt som multipliceras med noll blir noll. Vi vill därför minimera risken för katastrofala utfall.

Diversifieringseffekten är kraftigt avtagande



För att öka sannolikheten att uppnå en attraktiv riskjusterad avkastning över tid använder vi en koncentrerad portfölj med de cirka 30 bästa investeringsmöjligheterna vi identifierat. Med en koncentrerad portfölj diversifierar vi risken mot varje enskilt bolag till en acceptabel nivå, men inte så mycket att vi helt diversifierar bort effekten av den potentiella uppsidan.

Likaviktning – elegant, enkelt och disciplinerat

En fråga vi ofta får när vi träffar investerare är varför vi förvaltar Aktie-Ansvar Europa som en koncentrerad, likaviktad portfölj. Hur kapitalet fördelas mellan olika bolag har stor påverkan på avkastningen över tid.

Euro Stoxx 50 likaviktad vs prisviktad



Källa: Bloomberg

Grafen ovan illustrerar effekten av likaviktning över tid för Europas ”blue-chip” index Euro Stoxx 50. Indexen innehåller exakt samma bolag, det enda som skiljer är hur de viktas.

Till en början låter det inte särskilt sofistikerat att dela upp en portfölj i ett antal lika viktade positioner, när det går att modellera fram varje positions sannolikhetsviktade potentiella uppsida och riskbidrag till portföljen utifrån olika mått på historisk volatilitet. Borde inte portföljkonstruktionsprocessen vara mer komplicerad och dynamisk än att bara likavikta? Är det inte bättre med en portfölj som innehåller några stora vikter i förvaltarens favoritbolag med högst övertygelse?

Det vi är mest intresserade av är hur vi kan maximera sannolikheten att generera god riskjusterad avkastning. Om det innebär att vi använder en metod som framstår som relativt enkel, så får det vara så. Elegansen och effektiviteten i en likaviktad portfölj är en del av attraktionen, men det finns många andra bra anledningar.

I konstruktionen av en portfölj krävs en hög grad av respekt för att osannolika händelser inträffar med jämna mellanrum. Vi behöver vara ödmjuka inför det vi kan och inte kan göra.

Vad är det vi är bra på egentligen?

- Kan vi identifiera undervärderade bolag? – **Ja**
- Kan vi vara säkra på hur stor den potentiella totala avkastningen är? – **Inte särskilt**
- Vet vi inom vilken tidsram som avkastningen kommer realiseras - **Nej**

Vi kan med god sannolikhet identifiera bolag med attraktiv värdering, men värdering är ett spann snarare än en nivå. Detta gör att det råder osäkerhet kring hur undervärderat ett bolag faktiskt är och det är dessutom ett rörligt mål, då bolaget och omvärldsfaktorer konstant förändras. För att komplicera det ytterligare råder det ännu större osäkerhet kring timing. Om och när det potentiella värderingsgapet kommer stängas är svårt att förutsäga. Det är inte alltid det mest undervärderade bolaget som värderas upp i närtid, så ska det då ha största vikten i portföljen?

Säg att vi bedömer Handelsbanken som cirka 30 procent undervärderad utifrån vår bedömning av bankens framtida lönsamhet, värdeskapande tillväxt och risk. Om vi har rätt och andra investerare inser samma sak kommer aktien att omvärderas mot vårt bedömda värde. Men när den här omvärderingen sker och hur stor den blir är osäker. Aktien kanske bara värderas upp 20 procent och det kan potentiellt dröja. Om vi då väljer mellan Handelsbanken och snarlika investeringsmöjligheter kan vi verkligen bedöma vilken som ska väga tyngst i portföljen just nu?

Att övervikta den med störst potential och sedan sortera övriga möjligheter på samma sätt känns rimligt. Men vi vet ju att timing är svårt, så istället satsar vi på att ha en koncentrerad portfölj av attraktiva investeringsmöjligheter där avkastningen inte är lika beroende av vår förmåga till timing utan där vi satsar på att maximera vår sannolikhet för positiva utfall. Diversifieringseffekten avtar kraftigt när portföljen avviker för mycket från en likaviktad portfölj. Om ett bolag har dubbla portföljvikten introduceras mycket bolagsspecifik risk. Vårt mål är inte att spekulera kring ett enskilt bolags omvärdering i närtid, utan att positionera portföljen för att skapa så hög sannolikhet till god riskjusterad avkastning som möjligt över tid.

Ombalansering

Efter att en initial vikt i varje investeringsmöjlighet bestämts kommer portföljen att förändra sig vartefter priset på bolagen rör sig upp eller ner relativt varandra. Här uppstår ännu en avvägning. Ska vi köpa mer i de som går upp och sälja av de som går ner eller tvärt om. Med likaviktning tvingas man köpa det som går ner och sälja det som går upp. Denna ombalanseringseffekt bidrar till att göra likaviktade portföljer attraktiva då du köper billigare aktier och säljer dyrare aktier där avkastningspotentialen minskat. Över tid tenderar bolag att röra sig tillbaka mot medelvärdet. Det skapar en inbyggd säljdisciplin som är svår att uppnå i en icke likaviktad portfölj. Det är inte psykologiskt lätt att sälja en aktie som gått väldigt bra eller köpa en aktie som fallit.

Nackdelen med ombalansering är att vi till viss del säljer vinnare och köper förlorare, vilket betyder att vi går emot momentum. För att hantera det måste hänsyn tas till frekvensen i balanseringen och vi genomför därför ingen mekanisk ombalansering med hög frekvens.

Eftersom vi bara har cirka 30 bolag finns det gott om andra investeringsmöjligheter som tävlar om en plats i fonden. Om vi inte är villiga att köpa mer i ett bolag som har blivit billigare så ska bolaget inte vara en del av portföljen alls. Denna påtvingade ”en in, en ut” skapar ytterligare disciplin och sätter en hög ribba för alla innehav i portföljen.

Likaviktning förutsätter såklart att man har tillgång till ett brett investeringsunivers, så att en koncentrerad portfölj kan diversifieras tillräckligt med hänsyn till sektorer.

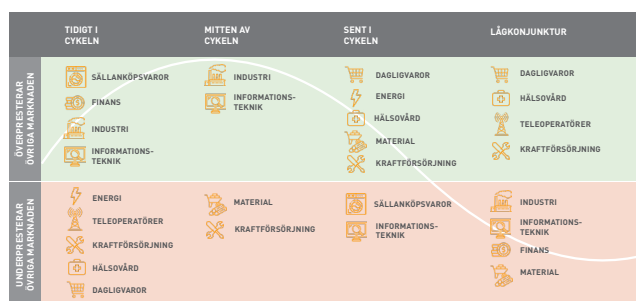
Sektorfördelning

Att helt blunda för en top-down syn på portföljen och bara välja bra bolag till en rimlig värdering kommer potentiellt att straffa sig över tid. Vi tycker exempelvis att många banker är väldigt attraktivt värderade i skrivande stund. Om vi haft en för stor andel bank i portföljen hade vi fått utstå en hel del volatilitet när några regionala banker i USA plötsligt kollapsade. Därför måste portföljen alltid vara väldiversifierad även mellan olika sektorer oavsett hur mycket man tror på en viss sektor eller bolag.

När vi letar efter investeringsmöjligheter och funderar över hur de ska sättas samman försöker vi att skapa så mycket positiv konvexitet i portföljen som möjligt. Positiv konvexitet är endast när den potentiella vinsten är större än den potentiella förlusten. Genom diversifiering av sektorer kan vi maximera den positiva konvexiteten i portföljen.

Sektorsammansättning kommer driva en stor del av portföljens totalavkastning över tid och det är stor skillnad mellan utvecklingen för sektorer i olika delar av cykeln.

Figur 1. Schematisk illustration över vilka sektorer som presterar bättre och sämre i olika delar av cykeln



Källa: Bloomberg, Garantum

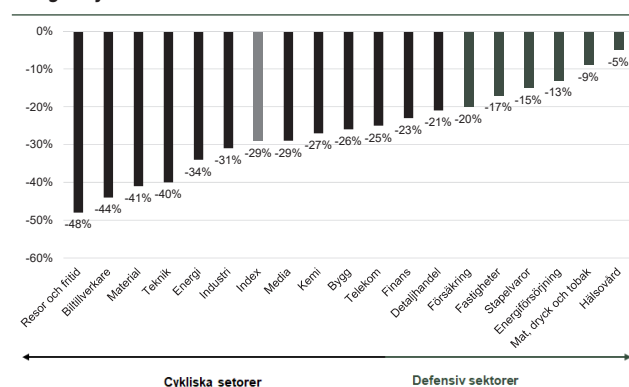
Cykliska sektorer tenderar att överprestera tidigt i cykeln och mer defensiva sektorer tenderar att överprestera sent i cykeln. Cykliska bolag kan se ut som kvalitet efter flera år av högkonjunktur. När lönsamheten har varit hög och stabil under en längre tid samtidigt som vi börjar extrapolera den höga tillväxttakten in i framtiden. Tyvärr kan du vara världens bästa stålbolag med högst kvalitet i sektorn, men när vi går in i en inbromsning kommer både vinst och värderingsmultiplikator att falla samtidigt.

Redan i *“The Cross-Section of Expected Stock Returns”* by Eugene F. Fama and Kenneth R. French, publicerad i Journal of Finance i 1992, visade de att investerare som är sektor- och stilagnostiska tenderar att prestera bättre, vilket innebär att om man kan välja fritt mellan sektorer är det lättare att prestera bättre över tid.

Defensivt vs cykliskt

Då det inte är lätt att förutsäga cykeln behöver vi skapa balans mellan olika sektorer och risker. Som vi nämnde tidigare är det stor skillnad i vinsttillväxt och aktiekursutveckling mellan olika sektorer i olika delar av cykeln. Alla bolag är till viss del cykliska men vissa är mer beroende av den ekonomiska tillväxten än andra.

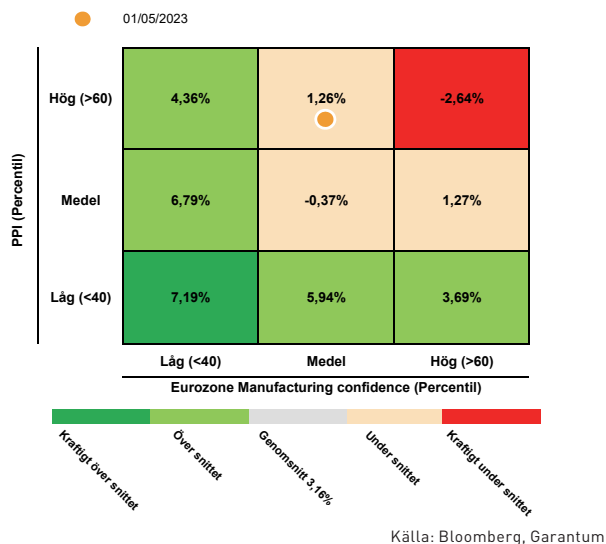
Genomsnittligt vinsttapp Stoxx 600 de senaste 5 lågkonjunkturerna



Källa: Datastream

Cykliska bolag har under början av 2023 presterat väl trots den tuffare inramningen, men om vi tittar på var vi befinner oss i termer av inflations- och tillväxtmix i Europa, står vi sannolikt inför lägre avkastning än det historiska snittet kommande 6 månader.

Figur 2. Market Cycle Clock - Stoxx 600 avkastning 6 månader framåt sedan 1993



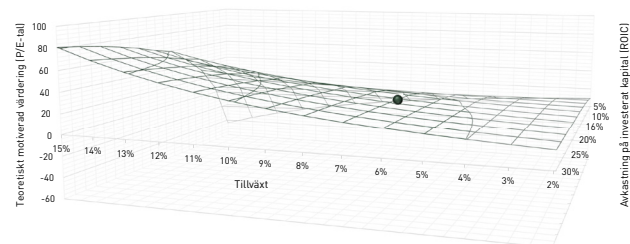
Kvalitetsbolag är i sig mer defensivt, men kan vi dessutom vikta upp defensiva sektorer på portföljnivå bör vi förhoppningsvis kunna navigera den här inbromsningen utan att helt göra avkall på uppsidan ifall vi har fel om var vi befinner oss i cykeln.

Defensivt exempel

I strategirapporten för november tog vi upp Atlas Copco och Coloplast som exempel på kvalitetsbolag vi äger. Vår senaste investering är ett defensivt kvalitetsbolag på hälsovårdssidan, Schweiziska Sonova.

Sonova är en av världens ledande tillverkare av hörapparater och hörselhjälpmedel, vilket inte är speciellt beroende av konjunkturen. Bolaget har hög lönsamhet på investerat kapital på över 15 procent. Sonova har hög värdeskapande tillväxt, konsensus ligger på en tillväxt på över 7 procent per år de kommande fem åren. Givet en kapitalkostnad på runt 10 procent och en avkastning på investerat kapital på över 15 procent är tillväxten tydligt värdeskapande. Risken är dessutom lägre än marknaden generellt, det vill säga beta mot Stoxx 600 är under 1. Bolaget är inte heller speciellt cykliskt utan verksamt i en defensiv sektor. Sonova är dessutom ledande på hållbarhetssidan vilket minskar hållbarhetsrisken.

Värdering Sonova



Allt detta till en rimlig värdering. Givet den höga lönsamheten, den värdeskapande tillväxten och den lägre risken är en betydligt högre värderingsmultipel motiverad. Ordentlig marginalförbättring i kombination med en fortsatt god volymtillväxt skapar förutsättningar för både positiva estimatrevideringar och ytterligare multiplexpansion. Sonova handlades mer än en standardavvikelse under sin historiska snittvärdering när vi gick in i början av april vilket ger oss tillräckligt med säkerhetsmarginal och värderingen har börjat justeras åt rätt håll. Givet att vi befinner oss relativt sent i cykeln är det denna typ av bolag vi vill äga just nu.

Sammanfattning

Vi fokuserar på kvalitetsbolag i portföljen. Kvalitetsbolag tenderar att prestera bättre över tid och särskilt i den delen av cykeln vi befinner oss i nu. När vi sätter ihop portföljen likaviktat vi innehaven men balanserar sektorsammansättningen för att ta hänsyn till var vi befinner oss i cykeln. Sent i cykeln tenderar det att löna sig att övervikta defensiva sektorer som hälsovård och stapelvaror och undervikta teknik, råvaror och industri. Vi lägger lika mycket i varje bolag, men balanserar olika sektorer med fokus på de mer defensiva. Lika i olika.

*Den här strategirapporten publicerades den 8 maj 2023.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 2 maj 2023.*

ERIC KARLSSON

Eric Karlsson har nära 7 års erfarenhet av bolagsvärdering och förvaltar fonderna Aktie-Ansvar Europa och Aktie-Ansvar Total. Eric arbetar som investeringsstrateg och förvaltare på Garantum.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Erics syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev.

Senaste månadsrapporterna >

Senaste strategirapporterna >

