

Allt annat än lika

Förra året gick det att skjuta från höften på aktiemarknaden utan hänsyn till värdering, men det nya ränteläget har snabbt styrt fokus tillbaka till bolagsvärdering. Ränteläget har fått värderingen av aktier att normaliseras. Det är dock sällan samma aktier som var vinnare i förra cykeln som blir vinnare i nästa och vi har nu en helt annan inramning med högre inflation, högre räntor och betydande förändringar i relativpriser. Vi går nedan igenom de faktorer som avgör vad som är en motiverad värdering av ett bolag och givet den nya inramningen presenterar vi hur vi tänker kring värdering samt vad som bör övervägas i den senare delen av cykeln.

Samband mellan värdering och ränteläge

Sambandet mellan ränteläge och börsvärdering är tydlig. Högre inflation har tvingat fram en kraftig omställning av penningpolitiken. Högre räntor har lett till sjunkande värderingar på aktier. Aktievärdering uttrycks ofta i form av en multipel, vilket är en förenkling av en kassafflödesmodell, där värdet sätts i relation till någon statistik så som försäljning eller ett vinstmått. Ett sådant exempel är P/E-tal, det vill säga bolagets marknadsvärde i relation till vinsten, alltså det du betalar för varje vinstkrona som bolagen genererar.

P/E-tal och ränteläge



Källa: Bloomberg

Grafen visar P/E-talet på S&P 500 i relation till realräntan inverterad, det vill säga upp och ner. Allt annat lika leder högre ränta till lägre värdering på aktier, då tidsvärdet på pengar ökar. Pengar idag är värda mer än pengar imorgon, men när räntan är noll är skillnad en nästan obetydlig. När räntan däremot kryper från noll upp mot tre, fyra, fem procent, likt den gjort i år blir pengar längre bort i framtiden mindre värda. I räntemarknaden delas räntekänslighet upp i duration och konvexitet. Duration kan förenklat beskrivas som hur lång tid det tar för kassafflödet att betala tillbaka investeringen och approximerar linjärt hur priset påverkas av förändringar i räntan. Konvexitet tar hänsyn till att även durationen förändras när räntan och priset ändras.

När räntan är låg blir både durationen och konvexiteten högre vilket gör att även mindre förändringar i räntan får stor effekt på priset. Det fungerar liknande för aktier. Att investera är lite som en tidsresa, du ger upp pengar idag och utsätter pengarna för risk i förhoppning om mer pengar i framtiden. En investering i en aktie, eller som i grafen ovan 500 aktier, gör du med förhoppning om att få del av potentiella framtida vinster som bolagen genererar. När räntan är noll spelar det inte lika stor roll om vinsten ligger långt bort i framtiden, men när räntan är några procent vill du ha betalt för att vänta på pengarna. Detta gör vinster långt in i framtiden mindre värda. Värderingen av ett bolag är summan av dessa framtida vinster, eller mer korrekt nuvärdet av framtida kassafflöden, så värderingen sjunker i förhållande till hur länge du behöver vänta på framtida kassafflöden.

Regioner och sektorer

Värderingen på världens börser har kommit ned ordentligt under år 2022 men det är stor skillnad i värdering både mellan olika marknader och sektorer. Ser vi till marknader har alla blivit billigare och det är stor skillnad mellan olika regioner, inte bara i absoluta tal utan också relativt historiska nivåer. Amerikanska aktier är tillbaka och handlas strax under snittet för de senaste tio åren som är de dyraste tio åren någonsin. Svenska aktier handlas under det historiska snittet och europeiska-, japanska- och tillväxtmarknadsaktier handlas nära eller på recessionsmultiplar, vilket gör det mer intressant att leta efter potentiellt undervärderade bolag i dessa marknader.

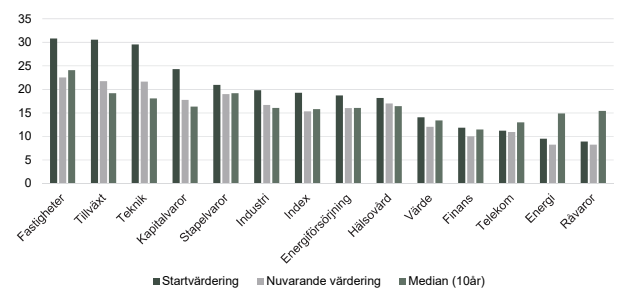
Tabell 1 - Värdering på olika marknader

	P/E-tal (förväntad vinst 12 månader framåt)			
	S&P 500	Stoxx 600	TOPIX	MSCI EM
Nuvarande	16,4x	11,5x	12,1x	10,7x
Snitt	17,3x	14,4x	13,9x	11,8x
Percentil (10 senaste åren)	36%	3%	7%	23%
95:e percentilen	22,1x	17,4x	17,3x	14,8x
5:e percentilen	13,8%	11,7x	12,0x	10,1x

Källa: Bloomberg

När vi ser till sektorer är det också stora skillnader. Olika sektorer handlas ofta med olika värderingsnivåer beroende på hur attraktiva de är, men när vi startade året kom vi in nära eller på de högsta värderingarna någonsin. Även skillnaden mellan faktorer så som tillväxtbolag och värdebolag var på extrema nivåer. I grafen nedan ser vi att värderingen nu kommit ned ordentligt på grund av förändringen i ränteläget men det är för många sektorer och faktorer hittills bara en normalisering tillbaka till medianvärderingen för de senaste tio åren.

P/E-tal MSCI World sektorer och faktorer



Källa: Bloomberg

Vår allokering mot bolag med lägre värdering i kombination med defensiva sektorer har fungerat väl under året. Värderingen av vissa sektorer och regioner har sannolikt en bit kvar att korrigeras för att motsvara den nya ränteinramningen vi befinner oss i.

Det är sällan samma aktier som var vinnare i förra cykeln som blir vinnare i nästa. Många, i synnerhet mindre bolag, möter nu kraftig motvind då de gynnades av låga räntor både genom billig finansiering och värderingseffekten. Samtidigt som de ofta både är mer cykliska samt har svårare att kompensera sig för prishöjningar i en inflationsmiljö.

Skillnad i värdering

Vi använder ofta multiplar för att jämföra värderingskillnader mellan regioner, sektorer och bolag, men det som driver skillnaden i vad som är en motiverad värdering är något förenklat

1. lönsamhet
2. värdeskapande tillväxt
3. risk

Det är logiskt att bolag som genererar högre avkastning på investerat kapital ska värderas högre. Om bolaget kan växa snabbare med en avkastning på investerat kapital över kapitalkostnaden ska det värderas högre. Har bolaget lägre risk och därmed lägre kapitalkostnad ska det också värderas högre. Det finns ingen bestämd definition av kvalitet på ett bolag på samma sätt som för andra faktorer som exempelvis det

som kännetecknar värde- eller tillväxtaktier. Lite förenklat är det dock de tre faktorerna, lönsamhet, risk och värdeskapande tillväxt, som tillsammans avgör kvaliteten på verksamheten. Ett bolag med mer kvalitet bör värderas högre, men hur mycket högre?

Tabellen nedan visar ett teoretiskt motiverat P/E-tal baserat på vad bolaget genererar för avkastning på investerat kapital och hur snabbt det växer givet några antaganden. För att räkna fram P/E-talet används en tvåstegsmodell. Den första perioden beräknas över 15 år med varierad avkastning på investerat kapital (ROIC) och tillväxt samt ett avkastningskrav på 9%. I steg två används ROIC motsvarande kapitalkravet och en tillväxt på 3%.

Tabell 2 - Motiverat P/E-tal

Tillväxt	Avkastning på investerat kapital (ROIC)							
	2%	5%	10%	15%	18%	20%	25%	30%
2%	11,0	16,7	18,6	19,2	19,6	20,2	20,5	
3%	10,0	17,5	20,0	20,7	21,3	22,0	22,5	
4%	8,8	18,4	21,5	22,5	23,1	24,1	24,7	
5%	7,5	19,3	23,3	24,4	25,3	26,4	27,2	
6%	6,1	20,5	25,3	26,6	27,7	29,1	30,1	
7%	4,4	21,7	27,5	29,1	30,4	32,1	33,2	
8%	2,5	23,1	30,0	31,9	33,4	35,5	36,9	
9%	0,4	24,7	32,8	35,1	36,9	39,3	40,9	
10%	-2,0	26,5	36,0	38,7	40,7	43,6	45,5	
11%	-4,7	28,5	39,6	42,7	45,1	48,4	50,6	
12%	-7,7	30,8	43,6	47,3	50,0	53,9	56,4	
13%	-11,1	33,3	48,2	52,4	55,6	60,0	63,0	
14%	-14,9	36,2	53,3	58,1	61,8	66,9	70,3	
15%	-19,2	39,4	59,0	64,6	68,8	74,6	78,5	

Som tabellen visar är det stor skillnad på vad som är en motiverad multipel för ett bolag. Ett bolag som genererar en hög avkastning på investerat kapital kan ha betydligt högre värdering. Med en avkastning på investerat kapital som överstiger avkastningskravet, i det här fallet 9%, ökar även värdet om bolaget växer. Om ett bolag inte levererar en avkastning på investerat kapital som överstiger avkastningskravet minskar istället värderingen ju mer bolaget växer, då bolaget förstör aktieägarvärde i större skala.

Bolag som kan se högt värderade ut vid första anblick kan alltså vara mer undervärderade än bolag med betydligt lägre multiplar. För att kunna jämföra måste hänsyn tas till skillnaden i avkastning på investerat kapital och tillväxt tillsammans.

Kvalitetsbolag

Det finns en mängd studier som visar att marknaden konsekvent underskattar kvalitetsbolag och att kvalitet som faktor kan generera riskjusterad överavkastning.

I den vetenskapliga artikeln ”Quality minus junk”¹ i Review of Accounting Studies visar Cliff Asness, Andrea Frazzini, och Lasse H. Pedersen från hedgefondförvaltaren AQR att aktier med högre kvalitet har högre priser men inte tillräckligt höga. De visar därmed att kvalitetsaktier relativt aktier med lägre kvalitet har betydande riskjusterad avkastning både i USA och 24 länder. De visar även att analytiker konsekvent underskattar kvalitetsbolagen.

För att investerare ska vara villiga att betala ett högre pris måste kvaliteten vara ihållande över tid. Historisk kvalitet måste alltså vara indikativ för framtida kvalitet, vilket artikelförfattarna visar att den är både över fem och tio år. Kvalitetsaktier tenderar att fortsätta vara det över tid. I studien definieras kvalitet som karaktärsdrag investerare bör vara villiga att betala ett högre pris för. Kvalitet delas in under kategorierna lönsamhet, tillväxt och säkerhet.

- **Lönsamhet** mäts i studien som snittet av bruttoresultat över tillgångar, avkastning på eget kapital, avkastning på tillgångar, kassaflödet i förhållande till tillgångar, bruttomarginal samt vinst minus periodiseringar.

- **Tillväxt** utgörs av förändringen i lönsamhetsvariablerna över den tidigare femårsperioden.

- **Högre säkerhet** mäts som låg beta, låg skuldsättning, låg konkursrisk och låg volatilitet i avkastningen på eget kapital.

Aktier rankas baserat på ovan kriterier och skillnaden i utveckling mäts mellan de 30% med högst kvalitet jämfört med de 30% med lägst kvalitet. De visar att kvalitetsaktier relativt aktier med lägre kvalitet har betydande riskjusterad avkastning över tid. Aktie-Ansvar Europa använder en liknande rankningsmodell när vi analyserar bolag. Vi sätter ett kvalitetsbetyg baserat på lönsamhet, tillväxt, risk och hållbarhetsfaktorer på alla bolag i vårt investeringsunivers och rankar dem.

När kvalitet presterar bäst

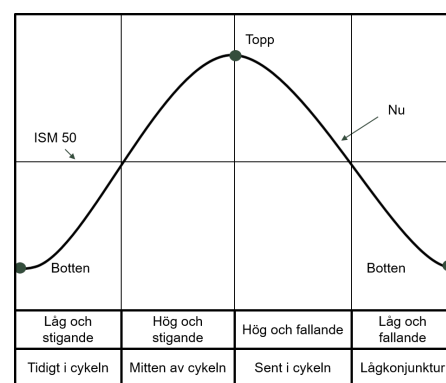
Vi befinner oss i ett osäkert läge med låg visibilitet. Kommer det bli lågkonjunktur, när, hur länge, hur djup? Det vi med stor sannolikhet kan säga är att vi befinner oss sent och inte tidigt i bolagens vinstcykel. Sent i cykeln vill vi generellt äga mer defensiva sektorer och vara lite försiktig med mer cykliska bolag.

¹ Asness, C.S., Frazzini, A. & Pedersen, L.H. Quality minus junk. Rev Account Stud 24, 34–112 (2019). <https://doi.org/10.1007/s11142-018-9470-2>

Kvalitetsbolag som vi nämnt tidigare har visat sig presterar bättre över tid och extra väl relativt andra aktier när vi befinner oss sent i cykeln samt när vi går in i en recession. Om vi tar den data som AQR använde i sin studie ”Quality minus junk” och förlänger den till idag samt delar in avkastningen beroende på vilken del av cykeln vi befann oss i får vi en tydlig bild av när kvalitet presterar som bäst.

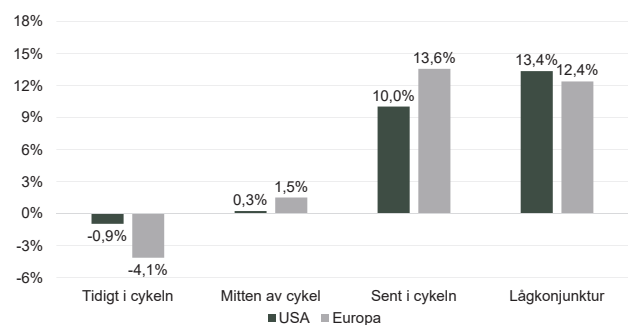
Som estimat för vinstcykeln använder vi ett tremånaders centrerat medelvärde för ISM Manufacturing PMI för USA och Eurozone Industrial Confidence för Europa.

Figur 1 - Olika delar av cykeln



Vi delar in cykeln i fyra delar: låg och fallande aktivitet, låg och stigande aktivitet, hög och stigande aktivitet samt hög och fallande aktivitet för USA och likadant för Europa med Eurozone Industrial Confidence. Grovt förenklat kan vi kalla låg och fallande ISM för lågkonjunktur i bolagens vinstcykel, låg och stigande för tidigt i cykeln, hög och stigande för mitten av cykeln samt hög och fallande för sent i cykeln.

Kvalitet i olika delar av cykeln



Källa: AQR, Bloomberg, Garantum

Vi ser tydligt att kvalitet tenderar att överprestera sent i cykeln samt i en lågkonjunktur. Tidigt i cykeln underpresterar kvaliteten, vilket inte är så konstigt då cykliska bolag tenderar att återhämta sig kraftigt efter att ha haft det tufft under lågkonjunktursfasen. Kvalitetsbolag överpresterar relativt bolag med lägre kvalitet även i mitten av cykeln men inte lika mycket.

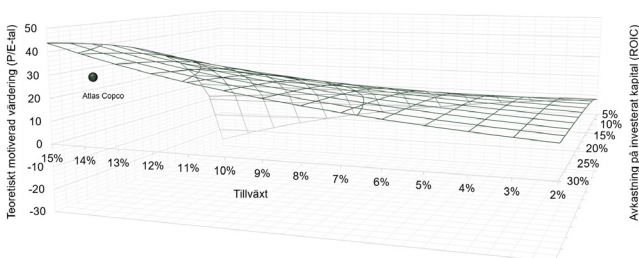
I skrivande stund har värderingarna kommit ned samtidigt som vi befinner oss sent i cykeln med hög och fallande aktivitet. Vår bedömning är att det kan vara ett bra läge att se över kvaliteten i aktieportföljen och att i många fall inte fånga den fallande kniven i form av vinnarna på lågräntemiljön som fortsatt står inför en hel del motvind. Vi satsar på att få in mer av de kvalitetsbolag som nu kommit ned till mer rimliga värderingar. Marknaden underskattar konsekvent kvalitetsbolagen, troligen så även denna gång, vilket skapar möjlighet till god riskjusterad avkastning över tid och särskilt i den här delen av cykeln relativt bolag med lägre kvalitet.

Kvalitetsexempel

Ett kvalitetsbolag som de flesta i Sverige känner till är Atlas Copco. Bolaget har hög lönsamhet på investerat kapital, låg andel fasta kostnader, hög tillväxt, låg skuldsättning, kompetent ledning, starka och långsiktiga ägare, höga inträdesbarriärer, med mera. Atlas Copco ser ofta dyr ut, då aktien alltid handlas med en premie relativt övriga svenska verkstadsbolag. Det har dock historiskt varit en god idé att köpa Atlas och andra kvalitetsbolag när premien relativt sektorn kommit ned.

För att bygga vidare på exemplet ovan med motiverat P/E-tal, tar vi de långsiktiga prognoserna för ROIC och tillväxt för Atlas från några välkända analyshus för att sätta det i relation till den motiverade multipeln. För att illustrera värderingsskillnaden kan vi ta vårt förenklade räkneexempel från tabell 2 ovan och göra det till en yta i grafen nedan. Om värderingen är över ytan är aktien övervärderad enligt vår förenklade modell och är den under så är den undervärderad.

Värderingsexempel - Atlas Copco



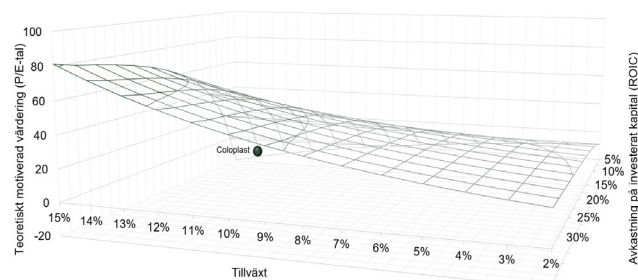
Källa: Bloomberg, Garantum

Atlas Copco hamnar under värderingsytan trots sin höga multipel för att bolaget har så pass hög förväntad avkastning på investerat kapital och förväntad tillväxt. Självklart krävs det en mer sofistikerad analys än så för enskilda aktier men det ger en initial indikation om det är värt att kolla närmare på bolaget.

Risk

Vi har illustrerat hur skillnad i lönsamhet och tillväxt kan påverka värderingen, men skillnad i risk påverkar också värderingen. I Atlas Copco exemplet använder vi ett avkastningskrav på 9%, men det finns kvalitetsbolag som har lägre risk, exempelvis de som är mindre cykliska. Hälsovård är en mer defensiv sektor än verkstad. För att illustrera med ett europeiskt exempel på ett kvalitetsbolag med lägre risk kan vi titta på Coloplast. Coloplast tillverkar stomipåsar, produkter för inkontinens, kirurgutrustning samt produkter för sår och hudvård. En relativt stabil verksamhet med hög tillväxt och mycket hög avkastning på investerat kapital.

Värderingsexempel - Coloplast



Källa: Bloomberg, Garantum

När vi sänker avkastningskravet från 9% som vi använde i Atlas Copco exemplet till 7% för att risken är lägre, skiftar hela värderingsytan uppåt. Även Coloplast motiverar sin höga multipel i vårt förenklade räkneexempel om vi justerar för att verksamhetens risk är lägre. Det är så lönsamhet, värdeskapande tillväxt och risk hänger ihop och tillsammans avgör vad som är en rimlig värdering av ett bolag.

Som AQR studien visar tenderar analytiker dock att underskatta bolag så som Atlas Copco och Coloplast över tid. När vi dessutom lägger på vårt cykelfilter ser vi att det sannolikt är rätt tid att ta in mer kvalitetsbolag i portföljen.

Sammanfattning – Hur vi positionerar oss i ett svårt läge

I ett osäkert läge är vi fortsatt defensivt positionerade med en kombination av värdebolag, defensiva sektorer och kvalitetsbolag. Efter sättningen på börsen är det klokt att passa på att addera de kvalitetsbolag vi vill äga på lång sikt, då kvalitetspremien har kommit ned för många fina bolag, det vill säga bolag med hög avkastning på investerat kapital som genererar en värdeskapande tillväxt. 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. Det är inte enbart multipelns storlek som avgör om det är ett bra köp utan också vad du faktiskt får för pengarna, för bolag är allt annat än lika.

*Den här strategirapporten publicerades den 21 november 2022.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 18 november 2022.*



ERIC KARLSSON

Eric Karlsson har 6 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 >](#)