

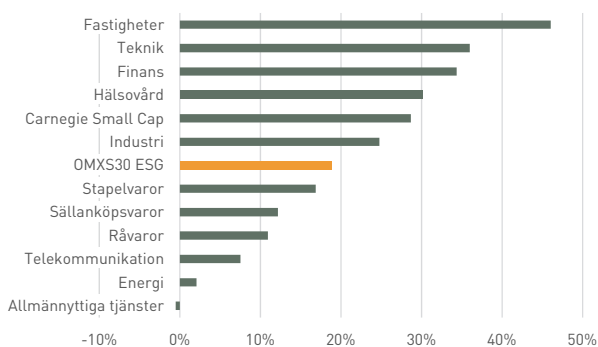
Goda möjligheter trots hög värdering

Temperaturen på börsen fortsätter stiga. Det varma sommarvärdet smittade av sig på börskurserna som steg på bred front. Kvartalsrapporterna avslöjar en kraftig återhämtning men alla aktier hänger inte med. Tidiga coronavinnare har vänt ner och cykliska aktier är tröga. Polariseringen har ökat med stora rörelser. Tillväxttakten i ekonomin kommer förvisso avta men plana ut på en hög nivå. Tillfälliga logistikproblem kommer inte äventyra återhämtningen utan fördröja den. Värderingsgapet mellan cykliska aktier och övriga börsen har vidgats till ohållbara nivåer. Man bör utnyttja svackan till att öka sin cykliska exponering inför hösten.

Återblick...

Sedan vår förra rapport, **“Fortsatt optimism trots bubbelvarning”**, har börsen rusat till nya höjder. Vi förordade cykliska aktier som gynnas vid en fortsatt konjunkturuppgång och uttryckte försiktighet för högt värderade tillväxtbolag. Vi fick delvis rätt i och med att sencykliskt hade en god utveckling samt att vissa tillväxtsegment tappade. Men med facit i hand har vi varit för försiktiga och möjligen lite för tidiga i vår syn på tillväxt. Överraskande nog blev fastigheter bästa sektor med en uppgång på hela 46% under perioden.

Sektorutveckling sedan 1 mars

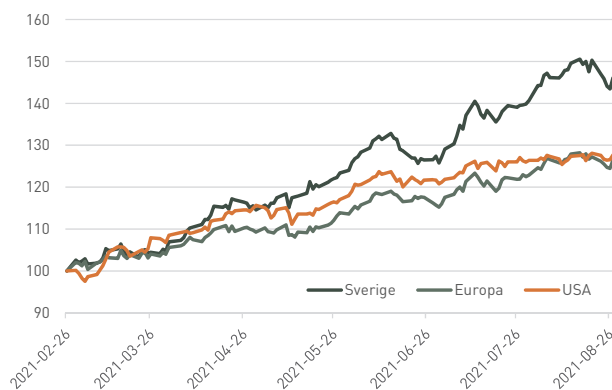


Källa: Bloomberg

Att fastigheter blev bästa sektor är förvånande med tanke på att inget väsentligt har förändrats. Visserligen har pandemin klingat av men introduktionen av hemarbete måste rimligtvis dämpa hyresutvecklingen kommande år. Räntan har fallit något men 0,1-0,2% är inget som förändrar läget nämnvärt. Som sektor handlas den till drygt 130% av EPRA NAV (median). Som

jämförelse handlas europeiska fastighetsbolag till 98% av EPRA NAV. Kassaflödesmultiplarna ligger 50% över historiskt snitt. Det är högt. Fastighetsinvestorare verkar tro på både hyreshöjningar och räntesänkningar. Dessutom har svenska fastighetsaktier gått betydligt bättre än sina utländska motsvarigheter trots samma ränteutveckling.

Fastighetsindex



Källa: Bloomberg

Att svenska fastigheter utklassat sina utländska motsvarigheter är förvisso inget nytt men ändå anmärkningsvärt. De senaste fem åren har svenska fastighetsaktier gett sina investerare en avkastning på 150% och på tio år är den hela 643%.

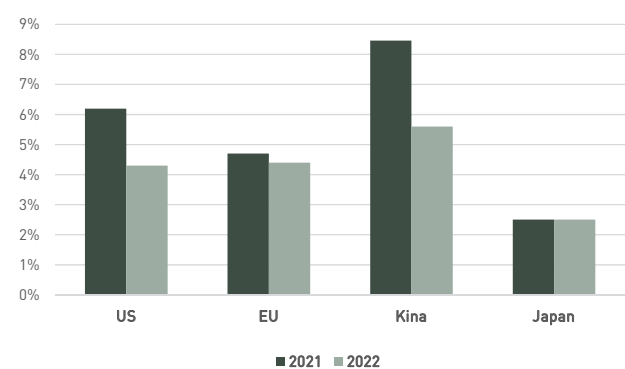
Region	5 år	10 år
Sverige	150%	643%
Europa	32%	161%
USA	68%	229%

Inte illa av ett tillgångslag som ska vara defensivt och tråkigt. Om trenden håller i sig kanske vi får se allt fler institutioner sätta sina fastighetsbolag på börsen. Varför direktäga något som endast värderas till 100% när du kan notera det och få en premie på 30%? Hade dagens situation ansetts bestående hade det naturligtvis skett. Försiktighet och selektivitet krävs i denna överhettade sektor.

Fortsatt styrka i ekonomin

Den ekonomiska återhämtningen fortsätter i takt med att vaccineringen. Tillväxttalen imponerar i många fall men tänk på att förra årets Q2 var den absoluta botten under pandemin. Framöver kommer tillväxttakten av naturliga skäl att avta men vi förväntar oss att den planar ut på en hög nivå.

BNP tillväxt 2021 & 2022



Källa: Bloomberg

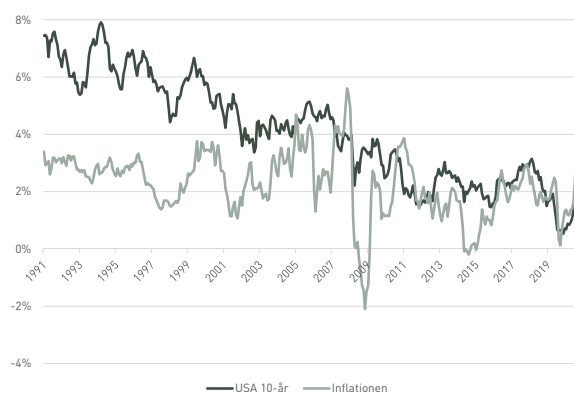
Med det sagt har problemen under Q3 tilltagit. Tillväxttakten har i många fall varit så starkt att flaskhalsar i produktionen uppstått då leverantörskedjor inte fungerar. Dessutom har flera regioner tvingats till nya nedstängningar pga. delvariantens framfart. Dagens moderna industri är mycket känslig för störningar i varuffödet. Den hastiga nedstängningen under fjolåret ställer fortfarande till problem för många sektorer. Brist på halvledare som tvingat fordonsindustrin att sakta ner är bara ett av många exempel. Men det viktiga är att efterfrågan finns där. De last- eller personbilar som inte kan produceras i år kommer i stället produceras under 2022. Det medför att tillväxttakten för H2 kan komma att justeras ner och leda till turbulens på marknaden. Men så länge det handlar om förskjutningar i tid finns ingen anledning till oro. Till skillnad från börserna befinner sig inte industriproduktionen på all time high utan det finns utrymme för ytterligare expansion. I USA, som leder uppgången, har vi i absoluta tal inte passerat

förra toppen som inträffade för exakt 3 år sedan. Det råder således ingen brist på tillväxt och det finns utrymme för en fortsatt god konjunktur även under 2022.

Räntemarknaden i törnrosasömn

Det är ingen hemlighet att aktier, eller risktillgångar generellt, gynnas av en låg ränta. Alla kalkyler och investeringsbeslut ser bättre ut när räntan är låg. Och är den nära noll finns i princip ingen gräns för hur bra en kalkyl kan te sig. Men allra störst inverkan har räntan på placerarnas allokeringsbeslut. Med låga räntor tvingas placerare längre ut på riskskalan vilket gynnar aktier. Precis som centralbankerna vill. Men som vi skrev i förra rapporten har coronapandemin fört med sig något nytt. Finanspolitik. Och en expansiv finanspolitik brukar leda till inflation. Fram till i sommar har den i decennier lyst med sin frånvaro men nu börjar priserna stiga. I juni noteras den amerikanska inflationen till 5,4% vilket är den högsta nivån på över 10 år. Och innan dess får vi gå tillbaka till början av 90-talet för att ens vara i närheten. Givet räntenivån (10-årsräntan) blir det en negativ realränta på -4,1%. När det sist hände var Jimmy Carter president i USA.

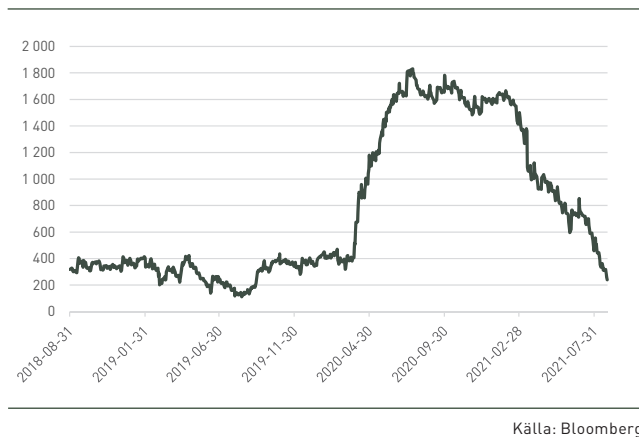
Ränte vs. inflation



Källa: Bloomberg

Den stora frågan är varför räntan inte stiger när inflationen går i takt. Det lätta svaret är att marknaden, precis som FED själva kommunicerat, tror inflationen är övergående. Det är sannolikt delvis rätt men det finns också tekniska faktorer som pressat räntan. I början av pandemin visste ingen hur illa det skulle bli vilket medförde att US Treasury emitterade mer obligationer än man egentligen behövde. Likviden placerades på ett konto hos FED och kan utnyttjas vid behov.

US Treasury cash balance



Det har inneburit att man under det senaste året inte behövt emittera obligationer i linje med budgetunderskottet. Man har kunnat dra pengar från kontot. Med andra ord, ett tillfälligt minskat utbud av obligationer har lett till lägre räntor. Men nu är reserverna använda. Framledes behöver USA emittera i linje med budgetunderskottet som tyngs av stimulanser, lättnader och andra satsningar. Ett ökat utbud av obligationer borde lyfta räntan härifrån. Speciellt som Jerome Powell också deklarerat att man kommer inleda tapering, dvs nedtrappning av QE, innan årsskiftet.

Utöver det finns det flera potentiellt strukturella förändringar som kommer vara inflationsdrivande. De senaste decenniernas globalisering har definitivt stannat upp betänkligt pga. den politiska utvecklingen. Vad vi trodde var tillfälliga handelskrig har förvandlats till något mer bestående. Och situationen har snarare förvärrats än något annat. En del produktionen har redan flyttats närmare hem där kontrollen är bättre och mer kommer. Pandemin har också blottlagt svagheten i exempelvis bilindustrins hypereffektiva just-in-time tänkande. Det räcker som bekant med en saknad komponent för att stoppa hela produktionen. Just-in-time kommer bli just-in-case. Större lager och fler leverantörer kan vi se fram emot. Men störst påverkan är troligtvis omställningen mot ett hållbart samhälle. Om vi menar allvar, och det verkar så, kommer vi behöva enorma investeringar under lång tid. Det är naturligtvis positivt. Både för miljön och industrin som måste komma upp med nya produkter och lösningar. Men det kommer inte leda till billigare produkter och investeringarna som ska göras är kapitaltunga. Sammantaget borde dessa faktorer leda till högre kostnader som i sin tur måste kompenseras via högre priser. Som vi skrev redan i förra rapporten kan vändningen var här.

Vad händer i Sverige?

Fastigheter är inte det enda som sticker ut på den svenska börsen. Under sommaren har ett flertal märkliga kursrörelser noterats. Att handlas till premie vs substans är ett fenomen som spridit sig även till investmentbolagen. Mot rapporterat substansvärde är premien runt 10% vilket är unikt. Snittet de senaste 20 åren är en rabatt på 20% och på fem år närmare 12%. Att vissa bolag handlas till premie kan vara försvarbart om det rör sig om onoterade tillgångar som värderas för lågt i balansräkningen. Men att ett bolag som Latour, med nästan 2/3 av tillgångarna i noterade aktier, handlas till en 60% premie är svårt att förklara. Om vi antar att Latours noterade aktier ska handlas utan premie, eftersom vi själva kan köpa dom via börsen, blir EBIT multipeln för det onoterade aktierna 44. Skulle vi göra samma övning med det nyligen noterade investmentbolaget inom life science, Linc, skulle resultatet bli ännu mer häpnadsväckande. Linc handlas till en 54% premie och har endast 4,4% i onoterade innehav. Hur ska någon kunna infria sådana förväntningar? Försiktighet erfordras.

Tillväxt till varje pris

Sommarbörsen har också inneburit ett bakslag för klassiska storbolag till förmån för tillväxtorienterade små- och medelstora bolag. Visserligen har många aktier stigit under små volymer men rörelserna har varit ovanligt stora. I diagrammet syns kursutvecklingen för fyra populära compounderbolag (Lifco/Indutrade /Addtech/Instalco) som alla växer via förvärv.

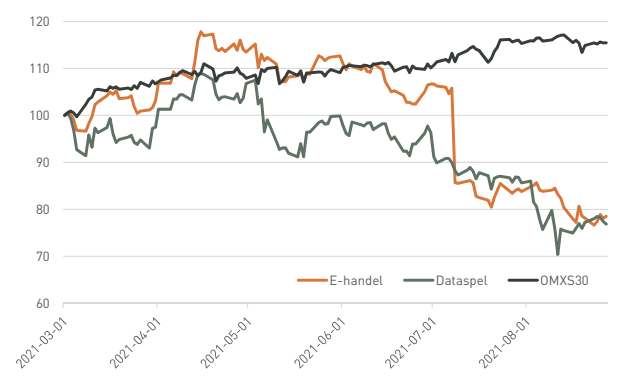
Compounders vs. OMXS30



Runt halvårsskiftet började kurserna klättra och när Q2-rapporterna sedan kom tilltog uppgången. Samtliga bolag visade på en god utveckling och vinstestimatet reviderades upp. Men inte alls i linje med kursuppgångarna. I snitt har vinsten för 2022 uppreviderats med 11% medans kurserna stigit 32%. Multiplarna har således expanderat med 21%. Det är högt givet att P/E-talen ligger närmare 40 för 2022. Men bolag som växer brukar väl vara dyra är den vanliga invändningen. Det är korrekt men någonstans när man nivåer där förväntningarna är omöjliga att nå. Låt oss ta Indutrade som exempel. Dom handlas idag till en EV/EBIT multipel på 39. Genomsnittet för de senaste fem åren är 21. Rörelsemarginalen ligger på 12,8% vs ett 5-års snitt på 10,3%. Om Indutrade, på fem års sikt, skulle återvända till sina historiska marginaler och multiplar skulle dom behöva växa med 18% per år i fem år bara för att försvara dagens börsvärde. Dvs. aktien ska stå still i fem år. En tillväxt på 18% kanske inte låter mycket men historiskt har Indutrade växt med drygt 10% per år. En rejäl uppväxling krävs såldes bara för att stå still om vi återgår till historiska multiplar och marginaler. Det känns inte lockande.

Att det kan vara svårt att leva upp till alltför högt ställda förväntningar har drabbat dataspel- och e-handelsbolagen. De två sektorerna seglade tidigt upp som coronavinnare då många var förvisade till hemarbete eller permitterade. Men Q2 rapporterna bjöd på rena kallduschar. Tillväxten har stannat av och tyngt aktieutvecklingen. Båda sektorerna har tappat runt 20% under perioden.

E-handel, dataspel vs. OMXS30



Källa: Bloomberg

Möjligheter trots kursuppgång

Att många bolag ser dyra ut råder det ingen tvekan om. Inte minst exemplen i denna rapport visar det. Men samtidigt som en del bolag blivit dyra har andra blivit billigare. Det känns onekligen som polariseringen ökat på börsen. Det dyra har blivit dyrare och det billigare är fortfarande rimligt värderat.

Dyrare sedan sista maj 2021

Bolag	Multipel-expansion	P/E -22
Garo	41%	55
Beijer Ref	30%	63
Nent	28%	53
Sinch	13%	72

Som syns i tabellen ovan har några populära bolag blivit markant dyrare under sommaren. Förvisso bra bolag med positiva rapporter i ryggen men multipelexpansionen har i många fall varit häpnadsväckande. P/E-tal överstigande 50 är sällsynt och brukar vanligtvis bero på tillfälligt nedpressade vinster. Men nu har vi ofta kombinationen rekordhög multiplar och rekordhög marginaler. Allt i en miljö med rekordlåga räntor. Decennielånga stimulanser som kulminerade i hittills oöverträffade lättnader har fått oss att tro att dagens situationen är bestående. När det irrationella blir rationellt är det svårt att vrida tillbaka klockan. Och här är kärnan till problemet med höga värderingar. Om en återgång till mer normala multiplar (låt oss säga ett snitt över de senaste fem åren) skulle innebära kursnedgångar på upp till 40% måste man tro på fortsatt status quo för att äga dessa aktier. Alternativt en vinstexplosion utan dess like. Båda alternativen känns osannolika.

Men alla aktier har som bekant inte blivit dyra. Av någon anledning har flera konjunktürkänsliga aktier, som rimligtvis borde tjäna mest på en återhämtning, tappat mark. I tabellen nedan finns flera bolag som blivit billigare under sommaren.

Billigare sedan sista maj 2021

Bolag	Multipel-expansion	P/E -22
Sandvik	-0,3%	18
Ericsson	-1,8%	15
Volvo	-9,3%	12
Autoliv	-5,2%	11

Här finns möjligheter för oss placerare. Med vår positiva konjunktursyn i botten tror vi att bolag som dessa kommer dra mest nytta av konjunkturuppgången. Det är förvisso inga klassiska tillväxtbolag men de närmaste två åren kommer gruppen i snitt växa med 27%, vilket är klart godkänt givet värderingen. En låg värdering ger trots allt en del marginal om saker utvecklas åt fel håll. Inte bara på nedsidan utan även på uppsidan vilket kan låta konstigt. Men anta att konjunkturåterhämtningen blir både kraftigare och längre än vi tror. Inte ett omöjligt scenario eftersom den globala ekonomin har en lång väg att vandra.

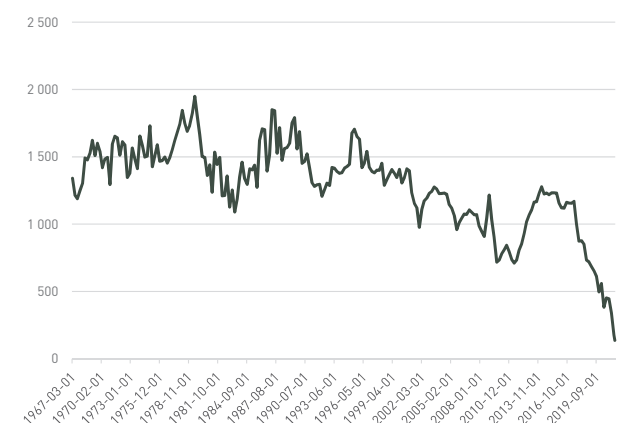
Det borde rimligtvis innebära högre inflation och räntor än vi tidigare antagit. Det är ett scenario som passar bra för denna typ av aktier och direkt missgynnar tillväxtbolag.

Om vi ska lyfta fram två bolag som passar i denna kategori är det Sandvik och Autoliv.

Sandvik fick 2020 en ny VD, Stefan Widing, som ersatte Björn Rosengren. Björn hade gjort ett rejält städarbete och lämnade ifrån sig ett bolag i bra skick. Stefan Widing kommer från Assa Abloys teknikdivision och rekryterades, får vi anta, av styrelseordförande Johan Molin (tidigare koncernchef Assa Abloy). Sandvik har sedan dess gjort fyra förvärv och fler lär följa. Generellt pratar man nu mer om M&A och verkar vilja göra fler affärer. Gärna inom mjukvara eller liknande. Om det här fortsätter, vilket jag tror det gör, rör man sig mot ett segment med högre marginaler och högre multiplar. Under 2022 förväntas man dessutom knoppa av ståldivisionen SMT vilket gör Sandvik mindre kapitalintensivt och förbättrar nyckeltalen. Ett nytt Sandvik håller på att ta form.

Autoliv har som många andra underleverantörer drabbats av logistikproblemen inom bilindustrin. Halvledarbristen har lett till fabriksstängningar och oregelbundna leveranser vilket drabbat både försäljning och marginal. Problemen är dock välkända och kan inte komma som en överraskning. Situationen väntas bestå i varierande grad året ut. Men lyfter man blicken är bilindustrin intressant. Trots en viss återhämtning innan corona är vi långt ifrån toppnivåer vad gäller global bilförsäljning. Toppnivån sattes under 2018 så det finns gott om utrymme att växa. Dessutom är det inte omöjligt att övergången till elbilar kan trigga försäljningen mer än man tror. Det är ändå något nytt och fräscht som nu lanseras i prisklasser som passar de flesta. Och för Autoliv spelar det ingen roll vilken typ av bil det är. Det behövs säkerhet i båda. Den starka efterfrågan, i kombination med begränsad produktionskapacitet, har lett till att lagren är rekordlåga.

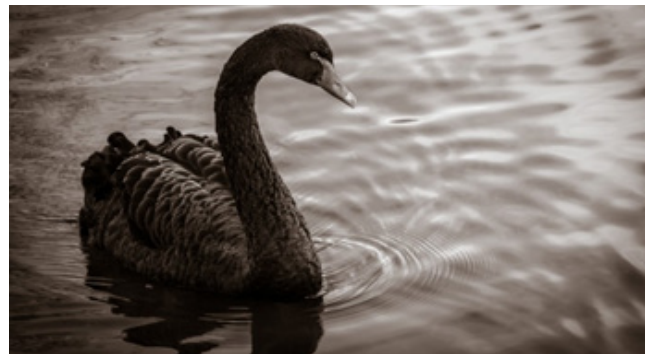
Antal bilar i lager USA (tusental)



Källa: Bloomberg

I USA ligger vi på den lägsta nivån sedan 1967. Enbart att återvända till ett genomsnitt skulle innebära mer än 3 veckors produktion. När halvledarproblemen är lösta finns det mycket att jobba i kapp.

När börsen stigit som den gjort i sommar kan det kännas som att man missat tåget. Känslan är att allt stigit och det finns inget att köpa. Då missar man att uppgången inte är jämnt fördelad. Utanför de hetaste aktierna finns många bolag som faktiskt blivit billigare trots uppgången. Givet vår positiva konjunktursyn är det där man ska leta om man söker en bra grund för sitt sparande. En bra grund står pall även under svårare förhållanden och kan alltid kompletteras om så önskas.



LARS-ERIK LUNDGREN

Lars-Erik Lundgren har 24 års erfarenhet från aktieförvaltning och förvaltar fonderna *Aktie-Ansvar Sverige* och *Aktie-Ansvar Europa*. *Aktie-Ansvar Sverige* var nominerad till bästa Sverigefond av Morningstar både 2017 och 2019. Sedan hösten 2020 är Lars-Erik även portföljförvaltare och ansvarig för aktieförvaltningen på Garantum.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Lars-Eriks syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev. Du kan även följa Lars-Erik via Twitter.

[Lars-Erik Lundgren på Twitter >](#)

[Senaste månadsrapporterna >](#)

[Senaste strategirapporterna >](#)