

Värdering i centrum när risken ökar

Inledningen på 2022 har bjudit på börsturbulens utöver det vanliga. Geopolitisk oro och stigande räntor gör marknaden nervös. Utvecklingen för index maskerar enskilda aktiers betydligt större fall. En skenande inflation tvingar centralbankerna att agera och obalansen mellan finansmarknaden och ekonomin är uppenbar. Industrin andas konjunkturuppgång medan finansmarknaden uppträder sencyklist. På aktiemarknaden har värderingsskillnaderna nått vägs ände. Med högre räntor normaliseras multiplarna. Börsoron kommer sannolikt bestå ett tag innan marknaden kan se ett slut. Men obalanser innebär även möjlighet att utnyttja de positiva nyheter vi har. Pandemin är över och konjunkturen är stark. Aktier som gynnas av detta är dessutom förvånansvärt rimligt värderade.

Återblick...

När vår senaste rapport ”Goda möjligheter trots hög värdering” publicerades i september förra året framhöll vi tydligt polariseringen som skett på börsen. Tillväxtbolag har premierats på ett sätt som sällan skådats oavsett var den kommit ifrån. Paradoxalt nog har en tid av genuin oro lett till allt högre riskvilja. Men inget varar för evigt, varken pandemier eller stimulanser. Vi kände bestämt att multipelexpansionen nått vägs ände. Vi påpekade att fokus borde vara på större bolag, gärna konjunkturkänsliga, där värderingen snarare sjunkit än att jaga tillväxtbolag med orimliga multiplar. I diagrammet visas utvecklingen för de aktiekorgar vi hade som exempel i förra rapporten.

Aktiekorgar cyklist vs. tillväxt



Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Vår konjunkturkorg bestod av Volvo/Sandvik/Autoliv/Ericsson medan tillväxtkorgen innehöll Garo/Beijer Ref/Nent/Sinch. Möjligen var vi en månad tidiga men värdering är ingen exakt

vetenskap utan snarare en konstform. Notera att nedgången för tillväxtbolag började innan den amerikanska centralbanken intog en mer högaktig ton i december. Marknaden hade redan insett att inflationen var mindre övergående än centralbankerna försökte få oss att tro. Med högre räntor kom värdering åter i fokus och ännu en gång visar det sig att värderingen har betydelse. Att sentiment och marknadens syn på bolag förändrats märks inte minst i nedanstående sammanställning över index och sektorer under perioden.

Index/sektorer	Utveckling
OMX30	-0,6%
Generalindex	-3,9%
SIX Portfolio Index	-4,3%
Carnegie Small cap	-8,3%
Bank	+9,4%
Råvaror	+6,3%
Fastigheter	-7,8%
Teknik	-18,3%

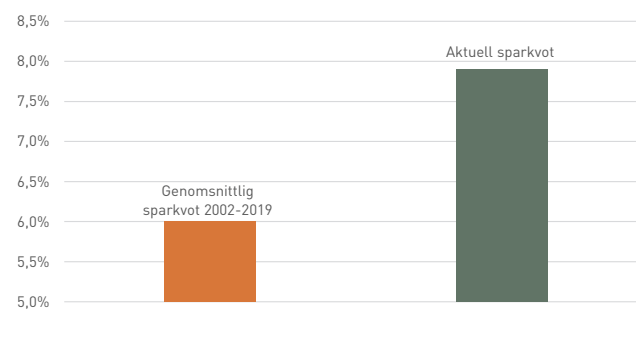
Index med större bolag, såsom OMX30, var i princip oförändrat medan småbolagen sjönk mest. Ett klassiskt tecken på att riskaptiten minskat. Multipelexpansionen som skett påverkade i första hand de små- och mellanstora bolagen medan storbolagen var relativt opåverkade. Enbart baserat på indexutvecklingen kan rörelserna se odramatiska ut. Ett fall på 5-10% efter en stark period låter inte farligt men under ytan döljer sig större nedgångar. Bland mindre bolag, vars indexpåverkan är minimal, är nedgångar på 20%-30% är inte ovanliga. Vid något tillfälle kommer naturligtvis dessa aktier studsa och då kommer nya förhoppningar om en

vändning. Men den tiden kan vara förbi. Marknaden har ändrat karaktär och vi måste anpassa oss. Tillväxt, multiplexpansion och en framåtlutad förvärvsagenda är fraser som känns väldigt 2021 och vi välkomnar tillbaka substansvärde, lönsamhet och kassaflöde.

Medvind för ekonomin

De massiva insatser som stater och centralbanker gjort för att hålla ekonomin uppe under pandemin börjar fasas ut. Kan konjunkturen stå på egna ben eller väntar en baksmälla är naturliga frågor. Att den amerikanska konsumenten via bidrag spenderat långt över sin egen inkomstnivå är förvisso sant, och i längden inte hållbart, men att det abrupt skulle sluta nu känns osannolikt. Det är snarare ett problem för 2023. I skenet av en stark arbetsmarknad, höjda löner, börsuppgång, stigande huspriser och inte minst en pandemi som klingar av har hushållen anledning att vara optimistiska. Under pandemin sköt sparkvoten i höjden då framtiden var osviss. I en normaliserad tillvaro borde sparkvoten komma ner vilket delvis skulle väga upp de nedtrappade bidragen.

Historisk sparkvot



Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

En annan källa till optimism är näringslivets investeringar. För första gången sedan finanskrisen har den amerikanska industrins order av investeringsvaror nått en ny högsta nivå. Mer än en ekonom har de senaste 15 åren förutspått en investeringsdriven konjunkturuppgång bara för att se sina prognoser slå fel. Nollränta, riktade stöd och kvantitativa lättnader har hjälpt föga av den enkla anledningen att företag investerar när de tror sig ha avsättning för sina produkter.

Orderingång för kapitalvaror, exkl. försvar/flyg



Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Men om det var någonting pandemin förde med sig var det efterfrågan. På nästan allt. Industrin kunde inte hålla jämna steg med efterfrågan vilket lett till den bristsituation vi nu befinner oss i. Pandemin kan vara startpunkten för den investeringscykel vi länge väntat på. Men det är inte enbart pandemin som ligger bakom detta. Inte minst hållbarhetstrenden kommer kräva betydande investeringar inom allt från råvaror till elektrifiering. Att byta vår fossila energi mot ett grönare alternativ kommer ta lång tid och kräva oerhörda resurser. Här ligger Europas, och inte minst Sveriges, industri långt fram. Medan USA har de stora konsumentbolagen är Europas styrka investeringsvaror. Sist men inte minst har den starka efterfrågan drivit ner lagren hos många företag till nivåer som inte är uthålliga. Att enbart återställa dessa lager kommer driva tillväxten under 2022.

Den ekonomiska tillväxten fortsätter därmed på en hög nivå. Det är välkommet då Europas tillväxt varit allt annat än stark sedan finanskrisen. Maastrichtavtalets krav på budgetdisciplin har, på grund av pandemin, i praktiken avskaffats och till och med Tyskland verkar inta en mer öppen attityd till budgetunderskott. Det är goda nyheter för både Europa och aktiemarknaden.

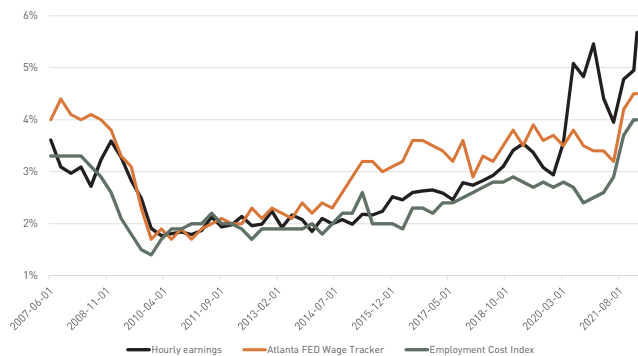
Normalisering innebär fortsatt börsrotation

Med en stark ekonomi i ryggen borde även aktiemarknaden ha vind i seglen. Men pandemin, med penning- som finanspolitiska stimulanser, har förändrat det normala konjunkturförloppet. Finansmarknaden och ekonomin går inte i takt. Hushållens konsumtionsmönster är inte i balans. Det generella ränteläget i förhållande till arbetslöshet eller inflation är inte heller i balans. Att centralbanker fortfarande har nollränta och genomför tillgångsköp, trots att inflationen är över 5% och lönerna på väg upp, är bara ett exempel. Men när krisåtgärderna fasas ut börjar pusselbitarna

sakteliga falla på plats. Detta förlopp ligger bakom börsturbulensen de senaste månaderna.

De första varningssignalerna kom som så ofta från USA. Med facit i hand var det lätt att se men timing är alltid lika svårt. Under hösten förändrade Fed retoriken markant och inflationen bedömdes som mer ihållande än tidigare. Under inledningen på 2022 förstärktes budskapet och marknadens syn på framtida räntehöjningar förändrades. Även ECB har nu börjat svänga i frågan. Något som många sett i det närmaste otänkbart. Men även en pandemi var otänkbar och nollränta, eller lägre, är inte ett normaltillstånd. I skrivande stund prisar marknaden in drygt fem höjningar från Fed under 2022 vilket betyder en ränta närmare 1,5%. Där låg 10-årsräntan den 1 januari. Just nu är risken att det inte räcker. För Europa är utvecklingen inte lika dramatisk. Där väntar sig marknaden att ECB närmar sig noll under 2022. Det är mer än centralbankerna officiellt kommunicerat och marknaden oroar sig att man väntat för länge. En viktig pusselbit som gör dagens situation annorlunda mot tidigare perioder är löneökningarna.

Löneutveckling

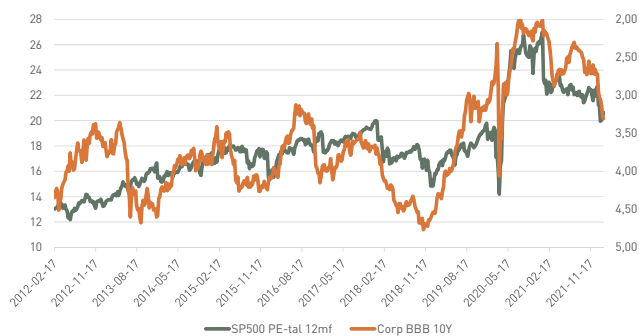


Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Löneökningar tenderar att driva inflation och kan därför vara ett tecken på att inflationen biter sig fast. För att hitta en högre löneökningstakt än idag måste vi gå tillbaka till början av 2000-talet. Nu är statistiken givetvis präglad av de sista två åren som varit allt annat än normala. Men givet dagens höga inflation är det högst tänkbart att löneökningarna framöver kommer vara större än historiskt. Det är lätt att glömma att perioden innan pandemin inte heller den var normal. Om inflationen ska återvända till något mer normalt borde även löneökningarna att göra det.

Skiftet mot högre inflation, högre löner och därmed högre räntor går inte att underskatta. Räntans betydelse är så genomgripande att den påverkar allt, tillgångslag, allokering ända ner till aktieval. Att börsens värdering är tätt sammanflätad med räntenivån är naturligt då alla typer av avkastning alltid jämförs mot räntan.

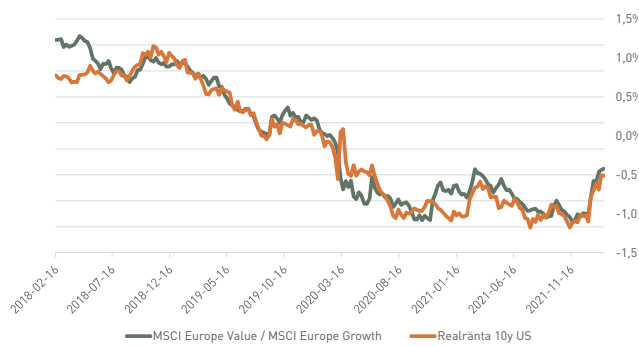
SP500 PE-tal mot 10-årsräntan



Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Under perioder med stabil ränta finns det många orsaker till att värderingen varierar. Men större rörelser påverkar otvetydigt värderingsmultiplarna. Om vi nu tror räntan i diagrammet ska tillbaka till perioden innan pandemin borde räntan stiga ytterligare 70-80bp till runt 4%. Det skulle innebära att P/E-talet ska tillbaka till 16-18 nivån vilket betyder ett fall på -10-20% allt annat lika. Alla aktier är dock inte lika känsliga för räntenivåer och har således inte heller drivits upp i någon värderingsbubbla. Många gånger har vi påpekat att traditionella industriföretag, i stor utsträckning, inte alls dragits med i värderingshetsen. Globalt är det mestadels i teknikbolag med god tillväxt där värderingarna har dragit iväg. I Sverige har tillväxt premierats oavsett hur den tillkommit. Dessa typer av aktier är känsliga för räntenivån, något inte minst inledningen på 2022 visat. Det smärtsamma är att trenden pågått längre än någon kunde tro och värderingsgapet har vidgats mer än någon kunde föreställa sig.

MSCI Europe Value/MSCI Europe Growth mot realränta 10y US



Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Förutom räntan är det också tillväxten i det passiva kapitalet som ligger bakom dessa stora rörelser. Faktorinvestering, där fonder väljer att investera efter nyckeltal baserat på exempelvis tillväxt eller momentum, har attraherat mycket kapital. Kapitalförvaltaren BlackRock bedömer att marknaden för faktorbaserade strategier växer till 3 400 md USD 2022. Det är en ökning med 80% på 5 år. Lägg till en hållbarhetstrend med mängder av nya fonder inom allt från vindkraft till elbilar. Hur det kan påverka skulle det svenska bolaget Nibe kunna vara ett bra exempel på. Redan från början är Nibe ett kvalitetsbolag som rättvist handlas till en premie. Sen kommer hållbarhetstrenden med nya fonder som lyfter aktien och värderingen ytterligare. Hållbarhetstrenden bidrar även att lyfta försäljningen som gör att tillväxtfonderna hittar dit. Allt detta köptryck kan lyfta aktien vilket slutligen medför att momentumfonderna upptäcker bolaget. Glöm inte att många av dessa fonder är passiva och gör ingen bedömning avseende värdering. Med det här i åtanke är det inte konstigt att värderingar tidvis kan se orimligt höga ut.

Strategi under våren

Att aktiemarknaden öppnat året svagt är ingen överraskning. Sparare som köpt förra årets vinnare har fått se sitt kapital minska. Buy the dip har vänts till sell on strength, som någon uttryckte sig. Och det stämmer till viss del. Den mest spekulativa delen av marknaden har tagit stryk och kommer inte tillbaka. Nyintroduktionerna har upphört även på de mindre listorna. Så vad ska man göra?

Om vi försöker summera dagens läge har vi alltså en stark ekonomi drivet av såväl konsumtion, investeringar som återställande av lager. Lönerna är på väg upp och arbetslösheten sjunker. Och sist men inte minst är pandemin över vilket betyder att konsumtionen av tjänster såsom resor och restaurangbesök kommer tillbaka. Sannantaget borde det räcka för att vi inte ska få någon vinstrecession riktigt än. Och aktier tenderar inte att falla så länge vinstutsikterna är goda. Med andra ord ska vi fortfarande äga aktier. Den turbulens vi hittills sett har inte lett till att kapitalet lämnat aktiemarknaden till förmån för obligationer utan snarare har det skett en rotation inom tillgångslaget aktier. Hade kapitalet flytt aktier borde räntorna vänt ner.

Den motvind vi möter består av höga värderingar, räntehöjningar och en avtagande konsumtion på grund av pandemin. Instinktvis förstår vi att fastigheter inte kommer vara den bästa placeringen den närmaste tiden. Delar av fastighetssektorn drabbas av höga värderingar och räntehöjningar. Men fastigheter ska ju vara bra i tider av hög inflation får man ofta höra. Det är delvis sant. Fastigheter är ett bra skydd mot en redan hög och stabil inflation men i tider av stigande inflation, och därmed stigande räntor, är det ett säkert sätt att förlora pengar.

Bolag vars försäljning gynnats av pandemin direkt eller indirekt är också potentiella förlorare. Vi har i tidigare strategirapporter tagit upp e-handelsbolagen, vars kurser redan sjunkit, och vill nu varna för andra konsumtionsrelaterade bolag som möter svåra jämförelsetal. Dit hör Dometic, Thule, Byggmax och liknande. Samtliga bolag är sunda och välskötta men i det här läget, med en redan stark period bakom sig, en pandemi som är över samt en konsument som kämpar med höga elräkningar och bensinpriser ligger fokus någon annanstans. Finns det konsumtionsutrymme prioriteras sannolikt resor eller andra tjänster.

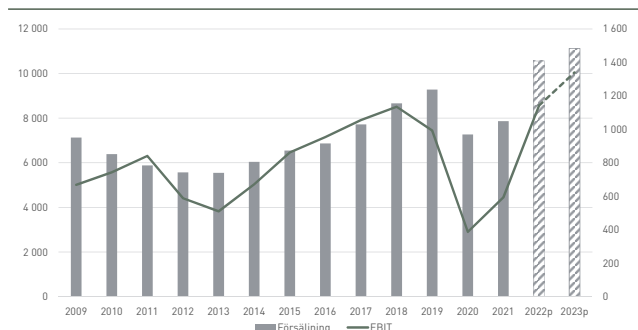
Vi vill också undvika övervärderade bolag där multipel-expansionen inte kan förklaras med någon rimlig ansats. Bolag förändras över tid och den historiska multipeln är inte alltid representativ för framtiden. Men förenklar vi och jämföra dagens P/E-tal med det som gällde 1 januari 2020 återfinns de största skillnaderna här:

Bolag	P/E-tal jan 2020	P/E-tal idag	+/-
Vitrolife	48	135	181%
Sdiptech	12	30	150%
Instalco	17	31	82%
Addtech	20	36	80%
Garo	28	52	86%
Sinch	38	66	74%
Nibe	32	55	72%
Sobi	12	19	58%
Troax	25	36	44%
Epiroc	21	29	38%

Det här är naturligtvis en förenkling men belyser ändå problemet. Det finns många bolag som värderats upp rejält utan självklar anledning. Och notera att vid startpunkten 1 januari 2020 värderades hela börsen till sin högsta nivå sedan finanskrisen. Men alla bolag har inte har inte värderats upp de senaste åren. Några är billigare idag än 2020. Där finns bolag som Volvo, Ericsson, H&M och AstraZeneca för att nämna några. Bolag som vi gillar och äger och dessutom gynnas av såväl konjunktur som att pandemin tar slut.

Ett exempel på bolag som är väl positionerat är Electrolux Professional. Bolaget knoppades av från Electrolux mitt under brinnande pandemi. Första handelsdagen var den 23 mars 2020, samma dag som börsen nådde sin lägsta nivå under hela pandemin. Bolaget har två affärsområden Food & Beverage och Laundry. Kunderna är restauranger, hotell, sjukhus och liknande. Marginalmålet ligger på 15% vilket man uppnådde innan man knoppades av. De senaste två åren har marginalen pressats av pandemin men återhämtningen har börjat.

Electrolux Professional

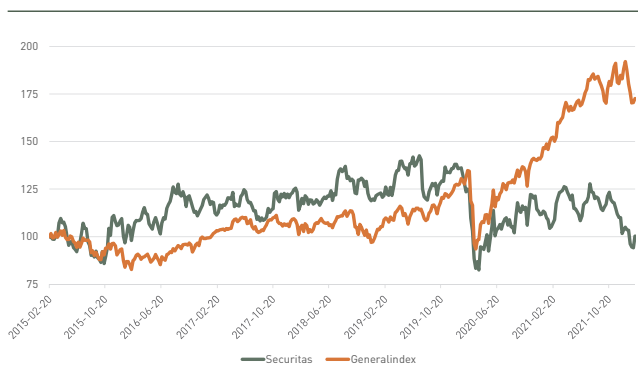


Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Bolaget har en förvärvsagenda och har gjort relativt stora bolagsköp givet sin egen storlek. Electrolux Professional gynnas av att världen öppnar upp. Resandet, och därmed hotellvistelser, borde öka kraftigt både i år och nästa. Aktien handlas idag till EV/EBIT 14 på 2023 års siffor vilket inte är högt för ett bolag som väntas öka omsättningen med 42% och vinsten >100% till 2023.

Ett annat bolag som är mer värdeorienterat är Securitas. Aktien har i princip stått stilla sedan 2015 trots att såväl försäljning som resultat ökat med ca 30%. Aktien har med andra ord blivit billigare.

Securitas



Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Bakom den svaga utvecklingen ligger dels pandemin och dels en bristande framtidstro. Marknaden anser att Securitas har hamnat på efterkälken när säkerhetsbranschen digitaliseras och teknik-innehållet höjs. Det är på väg att förändras nu då Securitas annonserat ett förvärv av Stanley Security för 3,2 md USD. Att Stanley Security ursprungligen kommer från Securitas, i form av

det avknoppade bolaget Niscayah, är anmärkningsvärt men visar att man kan ändra sig om så behövs. Aktien pressas sannolikt inför den nyemission som krävs men därefter är fokus på det nya förvärvet. I en tid av börsturbulens kommer Securitas erbjuda portföljen lite stabilitet.

Med inledningen av børsåret i åtanke är det lätt att känna oro. Hoten är som alltid många och saker som multipelkontraktion är svårt att greppa. Inom tidshorisonten för denna rapport kommer sannolikt volatiliteten bestå. Börsfallet bör stanna av men rotationen fortsätter. Räntan är på väg upp och centralbankerna kommer inte ändra sig bara för att Nasdaq sjunker. Det som fick Fed att ändra sig 2018 var att kreditmarknaden frös till is. Inte att börserna föll. Centralbankerna har knappt börjat sin resa mot högre räntor och måste rimligtvis genomföra sina planer innan dom utvärderar utfallet. Att gå emot den trenden känns som dålig risk reward. Aktier är tillräckligt svårt utan att behöva komplicera saken ytterligare. Gör det enkelt för dig och satsa på bolag som gynnas av rådande trend.

Den här strategirapporten publicerades den 16 februari 2022.

Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 9 februari 2022.



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 >