

På okänt vatten

En serie osannolika händelser har präglat de senaste åren. Sakta återvänder en stillsammare vardag. Samma men ändå annorlunda. Börsåret 2023 har öppnat starkt. Höstens farhågor om en snar lågkonjunktur kom på skam och placerarna återvände. Optimismen dominerar men stigande räntor och en gryende konjunkturoro kan vända humöret. Tills bilden klarnar kommer börsen pendla mellan hopp och förtvivlan. De tvära kasten kommer sannolikt bestå vilket gynnar den aktiva investeraren. Val av bolag kommer betyda mer än vanligt i en tid då branscher och nischer fortfarande är i otakt efter pandemin. Den som letar brett bör bida sin tid och inte förhastad sig. Vi söker bolag som klarar sig bättre oavsett sentiment. Våren kommer föra med sig både sälj- och köplagen.

Detta har hänt

I vår förra rapport "Tillbaka till framtiden" belystes riskerna som uppstår när inflationen biter sig fast och allt högre räntor krävs för att kuva den. En liknelse gjordes med 70-talets oljekris och de geopolitiska risker som fanns. Vi vände på perspektivet och definierade de risker vi såg och sökte bolag som kunde hantera det nya läget bättre än andra. Antingen via kvalitetsaspekter eller värderingen eller en kombination av de två. Grundtesen var att inflationen kommer hålla sig kvar längre än marknaden tror och sänka riskviljan eftersom det kräver högre räntor under en längre period. Energikrisen kommer pressa såväl bolagens lönsamhet som hushållens ekonomi. Även om elpriserna fallit tillbaka fick vi till stora delar rätt i vår analys.

Index/sektor	Sedan förra rapporten	I år
OMX30	13,5%	8,1%
SAX Index	9,4%	7,6%
Carnegie Small cap	6,3%	7,3%
Industri	16,7%	9,3%
Bank	32,4%	12,5%
Fastigheter	-2,8%	2,9%
Telekom	-18,6%	1,7%
Olja/gas	-18,6%	-9,4%
Getinge	7,2%	1,8%
Handelsbanken	24,7%	4,9%

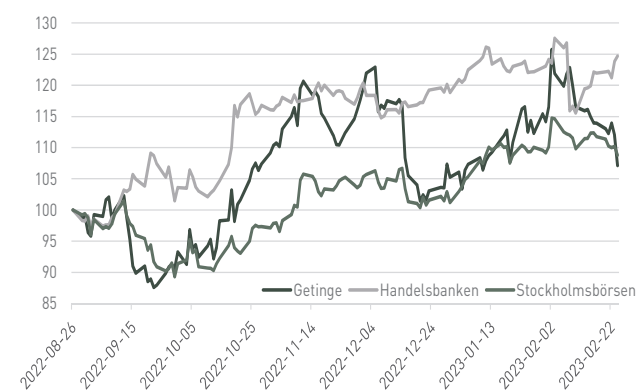
Sedan rapporten har större bolag utklassat småbolag vilket är en nygammal företeelse för Stockholmsbörsen. Vi har många

gångar uttryckt vår förvåning över att småbolag utvecklats så bra i förhållande till större bolag. Det här är ett fenomen som inte fanns innan perioden 2012 då nollräntepolitiken fick fäste. Många sparare verkar dock tro att småbolag alltid utvecklas bättre än större bolag vilket inte är sant. Allt hänger ihop med vilken risk man tagit. De senaste decenniernas fallande räntor har gynnat risktagare nästan oavsett tillgångsslag.

En annan intressant notis är att banksektorn (+32,5%) gått så pass bra. Vi har många gånger påpekat att bank är en av få sektorer som faktiskt tjänar på högre räntor. Det gäller fortfarande även om kurserna nu står högre. Även industrisektorn har gått bra trots motvind från energipriser. Industrin har överraskat positivt med betydligt bättre efterfrågan än fruktat. Fastigheter har fortsatt utvecklats svagt där framför allt bostäder tynger. När hyrorna i kommersiella fastigheter räknas upp med inflationen styrs hyran i bostadsfastigheter av hyresförhandlingar. I tider av snabbt stigande inflation hänger inte bostadshyran med. Överlag känns det som att fastighetsaktier styrs mer av finansieringsmöjligheterna än den underliggande verksamheten. Dessutom missar många att avkastningen på eget kapital för fastighetsbolagen försämrats markant det senaste året. För att komma till rätta med det behöver fastighetspriserna komma ner betydligt mer än vad som hittills skett. Telekomsektorn har varit en besvikelse som förvånande nog fallit 18,6% sedan förra rapporten. Att Ericsson backat, trots en redan låg värdering, kan möjligen tillskrivas bolagets fundamentalt svaga utveckling. Att båda operatörerna Telia och Tele 2 fallit förvånar mer. Visserligen spökade energikostnaderna under hösten men även året har inletts svagt. Spontant trodde vi att operatörernas defensiva egenskaper skulle premieras bättre i ett svajigt börs klimat.

I vår förra rapport lyfte vi fram två bolag, Getinge och Handelsbanken, som vi ansåg skulle klara den nya verkligheten bra. Handelsbanken har stigit nästan 25% sedan dess men är fortfarande köpvärd. I likhet med andra banker är stigande räntor gynnsamt för Handelsbanken som är näst störst på bolån i Sverige. Handelsbanken är trots uppgången den lägst värderade storbanken på börsen.

Getinge & Handelsbanken mot Stockholmsbörsen



Källa: Bloomberg

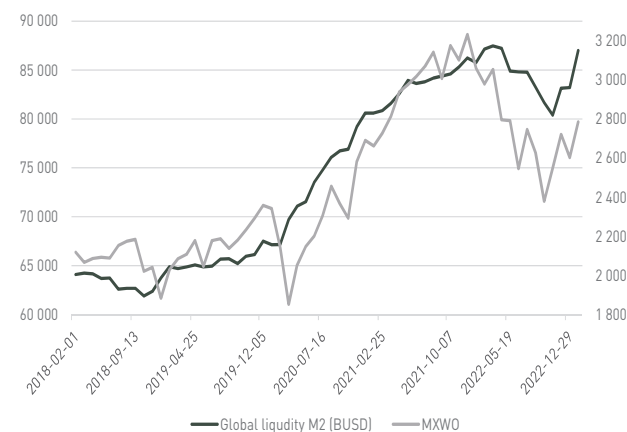
Även Getinge har stigit, 7%, men utvecklingen har dämpats av tillfälliga problem. Så sent som den 23 februari uppstod kvalitetsproblem rörande förbrukningsvaror till ECMO maskinerna. Getinge själva säger att det kommer lösas inom kort och den finansiella påverkan kommer vara minimal. Det väcker dock frågor angående kvalitetsarbetet generellt samt hur Getinge hanterar frågor som dessa. Vi tror hur som helst att Getinge löser situationen och kommer tillbaka. Vi ser fortfarande Getinge som en attraktiv placering även om 2023 kommer bli ett baktungt år med gradvisa förbättringar.

Lågkonjunktur eller inte, spelar det någon roll?

Under förra årets avslutningen var pessimismen utbredd. Intensiv mediarapportering och elpriser som tvingade företag i konkurs gjorde inte saken bättre. Ett visst mått av uppgivenhet präglade såväl hushåll som småföretag. Till det ska läggas en tvärsiffrig inflation och centralbanker på krigsstigen. Inte konstigt att även prognoserna var dystra. Konsensus var att lågkonjunkturen redan är här och håller i sig under första halvåret 2023 för att sedan lättas. Men som så ofta när alla tror samma sak händer något annat. Europa fick den tredje varmaste vintern någonsin, Kina öppnade upp och undergångsscenerierna fick läggas åt sidan. Även centralbankerna hjälpte till genom att tillföra likviditet på ett sätt som inte

skådats sen pandemin. Den globala penningmängden (USA, EMU, Kina och Japan) ökade med drygt 6 600 miljarder dollar på fyra månader. Det har definitivt bidragit till det goda börshumöret som tvingade allt fler tillbaka till aktiemarknaden.

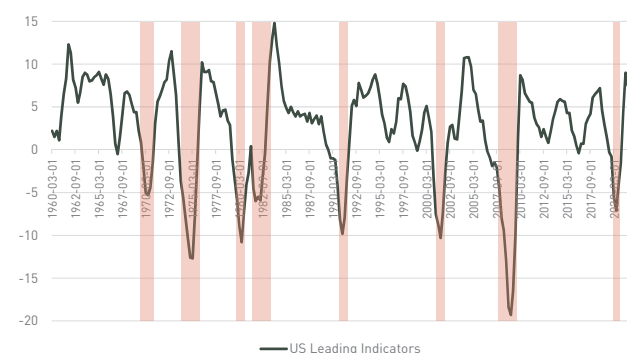
Global likviditet (M2) leder börsen (MXWO)



Källa: Bloomberg

Då stigande aktiekurser har en förmåga att påverka sentimentet börjar det nu dyka upp idéer om att den amerikanska ekonomin kanske kan undvika en recession helt och hållet. Det förefaller vara en fantasi utan förankring i verkligheten. Det finns mer än en indikator som pekar på en kommande recession i USA. En utav dem är "The Conference Board Leading Economic Index" som de senaste dryga 60 åren aldrig haft fel. Det är en sammansättning av 10 olika indikatorer vilket ger den en viss bredd. Det färgade fälten markerar recession.

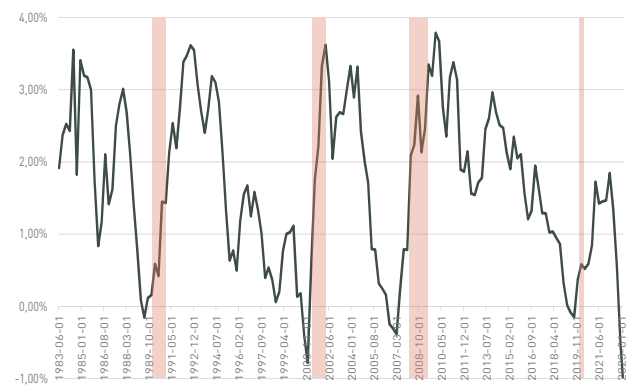
Ledande indikatorer, USA



Källa: Bloomberg

Det går även att vända sig till räntemarknaden för vägledning. Avkastningskurvan, som är skillnaden mellan långa och korta räntor, förutspår även den en recession. Det är en indikator som sedan 1955 förutspått alla tidigare recessioner.

Avkastningskurva USA, 10y-3M



Källa: Bloomberg

Hur kommer det sig då att räntemarknaden handlar som om apokalypsen är nära medans aktiemarknaden ser betydligt ljusare på framtiden? Vem har rätt och vem har fel? Det är naturligtvis svårt att besvara den frågan men sannolikt har båda sidor en poäng. Obligationsmarknaden fruktar att höjningarna som redan gjorts kommer bromsa ekonomin till den grad att räntesänkningar snart står för dörren. Oron för detta scenario är förståelig. Inte sedan tidigt 80-tal har styrräntan höjts så mycket på så kort tid som nu. Den här gången är startpunkten noll vilket innebär en ännu större förändring. Att exempelvis höja från 4% till 8% innebär ”bara” en fördubbling. Att höja från 1% till 4% innebär en fyrdubbling. Att höja från 0% till 4,5%, såsom idag, är en avsevärd åtstramning. Dessutom i en ekonomi som är betydligt högre belånad än tidigare. En annan synpunkt är att tidigare höjningar inte nått den reala ekonomins alla hörn än. En vanlig uppskattning är att det tar 18–24 mån innan räntehöjningarna får full effekt och just nu ligger den första höjningen mindre än 12 månader bort (16 mars 2022).

Aktiemarknaden å andra sidan, ser betydligt ljusare på framtiden. Åtminstone om vi tittar på börsutvecklingen. En enkel förklaring är att bolagen fortfarande uttrycker en försiktig optimism om framtiden. Visserligen har marginalerna sjunkit något, men prishöjningar kommer kompensera fullt ut tycks marknaden tro.

Även orderingången är god, om än inte perfekt, vilket stärker caset ytterligare. Aktieanalytiker har också svårt att inta en dramatisk annorlunda ståndpunkt än den bolagen uttrycker och så länge bolagen inte är negativa lär inte analytikerna bli det. Det återspeglas också i vinstförväntningarna för 2023 som på inget sätt pekar mot en lågkonjunktur. Tvärtom väntas många cykliska bolag växa vinsterna med mer än 10%. Ser vi till hela marknaden verkar analytikerna se 2023 som ett mellanår medan vinststillväxten ska accelerera redan 2024.

Vinststillväxt

Region	2023	2024
Sverige	15,7%	7,6%
Europa	0,4%	6,3%
USA	0,6%	10,1%
Japan	21,2%	12,3%
MSCI Cyclical USA	9%	12%
Caterpillar	25%	7%
Världsinde	1,1%	8,4%

Om dessa prognoser skulle stämma har nog aktiemarknaden rätt i att handla upp kurserna. Det motiverar i alla fall inget börsfall. Frågan är om det verkligen går att betrakta världen på detta svartvita sätt. En komplex värld har inte blivit mindre komplex efter pandemin eller Ukrainakriget. Frågan är dessutom fel från början. Att en lågkonjunktur förr eller senare kommer borde vara solklart för alla. Det tenderar ju att alltid vara så. Det som betyder något för marknaden är snarare när den kommer, hur djup den blir och vad som redan är inprisat. De senaste tre åren har innehållit ett antal svarta svanar som stört den klassiska konjunkturcykeln. Många företag och branscher befinner sig i otakt med efterfrågan. Det kan i det här fallet faktiskt vara en fördel. En rejäl lågkonjunktur måste till viss mån vara synkroniserad för att styrkan ska vara tillräcklig. Det brukar vara fallet då flera goda år tenderar att göra alla överoptimistiska och leda till excesser som tar en stund att arbeta bort i nästa lågkonjunktur. Idag är det svårt att se excesser av den typen utanför möjligen detaljhandeln. Även industrin har ökat sina lager. Där spelar dock den tidigare komponentbristen en stor roll. Bolagen har sett till att ha kritiska komponenter i lager så produktionen inte hotas. Ser vi till industriproduktionen i såväl USA som Tyskland är det svårt att se någon överdriven aktivitet.

Industriproduktionen USA & Tyskland



Källa: Bloomberg

Industriproduktionen mäter volymen och är därför ett bra mått på aktiviteten. Den tyska industriproduktionen toppade 2018 och ligger idag 11% lägre. USA ligger visserligen på höga nivåer men är knappt 1% högre än 2007 och i paritet med 2014. Knappt nivåer som föranleder en djup och lång lågkonjunktur.

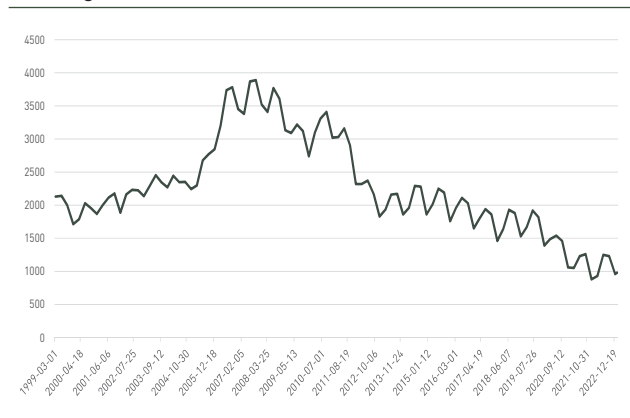
En annan källa till oro när räntorna stiger brukar vara den amerikanska husmarknaden. Låga räntor under lång tid brukar traditionellt betyda ett byggande i en ohållbar takt. Denna gång är situationen annorlunda. Givetvis har byggandet drabbats av högre räntor men vi kommer inte från ohållbart höga nivåer. Man skulle snarare kunna argumentera för att det finns ett underskott av nya hus.

Bostadsbyggande, privata hem (tusental)



Källa: Bloomberg

Befintliga hus till salu (tusental)



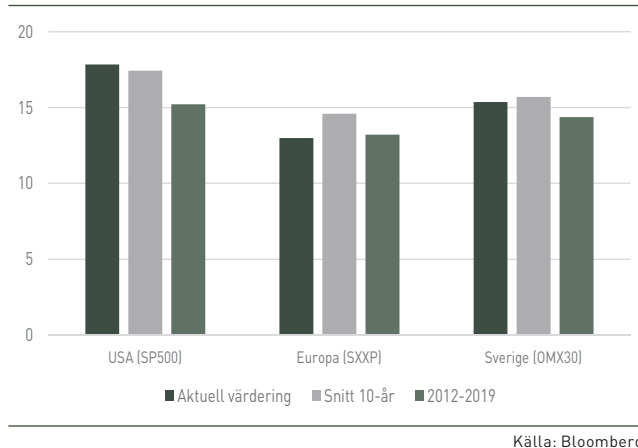
Källa: Bloomberg

Sammantaget kan vi konstatera att frågan huruvida räntemarknaden eller aktiemarknaden har rätt gällande konjunkturen inte har något enkelt svar. Eller så har båda rätt. Fast fel i tid och magnitud. Att en lågkonjunktur kommer drabba USA är högst sannolikt. Men det är en fråga för tidigast andra halvåret 2023 eller kanske t.o.m. 2024. Och när den kommer är frågan hur djup den blir och hur snabbt centralbanken agerar. Med det sagt kan vägen framåt för börsen bli stökig. Marknaden kommer troligtvis att växla mellan de två ytterligheterna, låg- eller högkonjunktur, vilket kommer innebära en högre volatilitet än vi är vana vid.

Så tänker vi

En ambivalent börs gör rörelserna mer svårtolkade än vanligt. En makrosiffra kan få börsen att rusa eller orsaka börsfall. Både analytiker och media överdriver ofta en enskild datapunkt och tolkar in för mycket. Då kan det vara lätt att låta känslorna ta överhanden och fatta förhastade beslut. Eftersom en högt värderad börs kommer reagera kraftigare än en lägre är det viktigt att bevaka var vi befinner oss. I diagrammet visas aktuellt P/E-tal (12mf) jämfört med 10-års snittet samt 10-år snittet räknat från 2010–2019, dvs. utan pandemiperioden som får anses vara en outlier.

Värdering börser

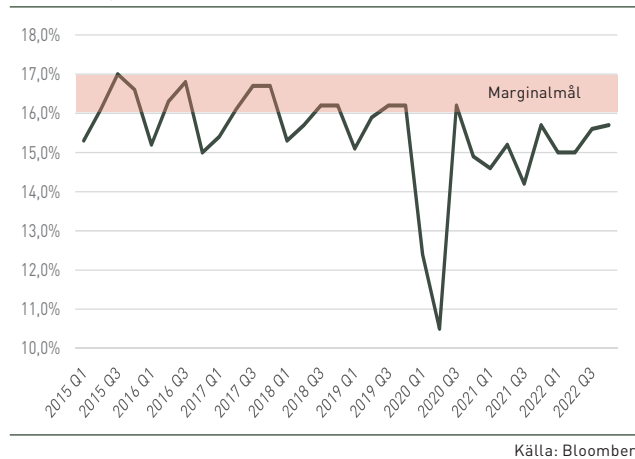


Som framgår av bilden ser den amerikanska börsen ut vara tämligen dyr i förhållande till sin historik. SP500 handlas högre än sitt snitt oavsett period. Europa framstår som billigast sett till P/E-tal medans Sverige ser neutralt värderad ut. En hög värdering behöver inte vara problematisk men det beror på varifrån man kommer och ränteläget. Hade vi kommit från en miljö med nedpressade vinster hade höga P/E-tal varit naturligt. Men det gör vi inte. Och i en miljö med stigande räntor tenderar inte multiplarna att expandera. Det enda kursdrivande vi har kvar är således vinstökningar. Det kan naturligtvis ske men kommer verkligen bolagen uttrycka någon överdriven optimism i närtid givet läget? Det känns osannolikt och alldeles för tidigt. Sett till värdering ser den amerikanska börsen mest sårbar ut. Inte minst p.g.a. att börserna domineras av teknikjättarna. Europa ser betydligt bättre ut. Kriget har medfört en lägre värderingen och europeiska aktier borde stå sig väl även i en tuffare makromiljö. Sverige befinner sig på neutral mark värderingsmässigt. I det här läget känns valet av bolag viktigare än tidigare. Även om vi inte ser en djup lågkonjunktur i horisonten är stigande räntor och stillastående vinster inget som hjälper börserna. Vi söker därför bolag som kan klara den närmaste perioden utan hjälp från börserna. Där finns både Assa Abloy och konsultbolaget Afry som ger en kombination av tydliga triggers och en låg värdering.

Assa Abloy är en världsledande koncern inom accesslösningar. I praktiken är det lås, dörrar, portar och entréer. Bolaget tillhandahåller även lösningar för säker identifiering med taggar, kort, mobiltelefonen eller biometri. Assa Abloy anses vara ledande med en marknadsandel på över 10%. Inom ”smarta lås” är marknadsandelen över 20%. Assa Abloy är ett kvalitetsbolag med en imponerande historik. De senaste 15 åren har bolaget ökat sin försäljning

med nästan 13% per år samtidigt som marginalen varit stabil. Under pandemin föll marginalen under två kvartal men återhämtade sig fort.

Assa Abloy EBIT %



Assa Abloys målsättning är en EBIT-marginal mellan 16–17% vilket inte ser ut som någon omöjlighet. Bolagets produkter kostar var för sig inte mycket och påverkar ett projekts totala kostnad minimalt. Det sätter Assa Abloy i en unik position. Få personer vill tumma på kvalitet när det gäller säkerhet. Det gör att Assa Abloy har goda möjligheter att föra kostnadsökningar vidare. Därav av stabiliteten i marginalen. Assa Abloy handlas vanligtvis med en premie jämfört med andra verkstadsbolag på grund av dess högre tillväxutsikter, starka varumärke och marknadsledande position. Den premien har idag minskat och jämfört med sin egen historik handlas Assa Abloy lågt.

Assa Abloy EV/EBIT



En anledning är att bolaget håller på att förvärva HHI (Hardware and Home Improvement) i USA. På lås till bostadsmarknaden i USA är HHI marknadsledande. Förvärvet kommer förändra Assa Abloy som blir den största aktören i USA. Inom smarta lås kan marknadsandelen uppgå till 50%. Bolaget blir så starkt att konkurrensmyndigheterna vill stoppa affären om inte Assa Abloy gör eftergifter. Assa Abloy har sålt sin nuvarande verksamhet inom smarta lås (USA och Kanada) för att blika myndigheterna. Vi tror att affären går igenom och ett avgörande väntas i mars. Assa Abloy har många egenskaper vi gillar och tror att aktien kommer klara sig bra även i ett sämre börs klimat.

Afry är ett av norra Europas största konsultbolag med 19 000 anställda i över 100 länder. Bolaget erbjuder konsulttjänster inom infrastruktur, energi, industri, byggnader, vatten och miljö. Afry kan hjälpa till med digitalisering, energiomställning, automatisering och hållbarhet. Det är branscher och trender som kommer ha en god efterfrågan nästan oavsett konjunktur. Det är också därför vi gillar bolaget. Många gånger burkar Afry jämföras med konkurrenten Sweco då båda är ungefär lika stora. Afry har en starkare närvaro inom energi och industri, medan Sweco traditionellt är starka inom samhällsbyggnad, infrastruktur och bygg/fastigheter. I dagens klimat föredrar vi energi framför bygg och fastigheter. Sweco är dock något lönsammare än Afry vilket också premierats på börsen. I dagsläget handlas Afry med en rabatt på 38% jämfört med Sweco, eller omvänt Sweco handlas till en 62% premie mot Afry. Det känns inte rimligt och skillnaden i lönsamhet kan vara på väg att minska.

	Afry	Sweco	Afry vs. Sweco
Omsättning/anställd	1 260 341	1 302 665	-3,2%
EBITA/anställd	100 926	119 297	-15,4%
EBITA-marginal	8,0%	9,2%	-1,2%
EV/EBIT -23	12,1	19,6	-38%

Det senaste året har Afrys resultat tyngts av ett besparingspaket med målet att sänka kostnaderna med 100 mkr på årsbasis. Det långsiktiga finansiella målet för lönsamhet är en justerad EBITA-marginal överstigande 10%. Skulle man uppnå det är aktien för lågt värderad. På kort sikt finns en eventuell trigger redan i mars då Afry håller en kapitalmarknadsdag. Nu väntar vi oss inga direkta nyheter men inget bolag brukar presentera dåliga nyheter på en kapitalmarknadsdag. Sammantaget bör Afry klara sig bra även om vi får ett stökigt börs klimat.

Till sist

Sammanfattningsvis är vi på kort sikt något försiktiga. Börsrallyt som startade i september 2022 berodde på en alltför negativ syn som inte materialiserades. Sedan dess har börsen stigit över 20% och det börjar kännas fullvärderat. Stigande räntor och högaktiga centralbanker i kombination med en gryende konjunktur oroar oss att tro på en volatil börsresa den närmste tiden. Sentimentet kommer svänga från överdrivet optimistiskt till alltför negativt. Ett klimat som passar den aktiva investeraren. Som vi beskrivit tidigare tror vi inte på någon djup lågkonjunktur men skulle ett sådant scenario få fäste är det troligtvis ett köpläge. Bolagsval kommer betyda mer än branscher och index. Vi försöker anpassa oss till verkligheten och väljer bolag vi tror klarar sig bättre oavsett börs klimat. Med ett sentiment som pendlar mellan hopp och förtvivlan kommer det uppstå både köp- och säljlågen den närmsta tiden.

Som investerare är det viktigt att bida sin tid och inte förhastiga sig. Vi går trots allt mot ljusare tider.

Den här strategirapporten publicerades den 2 mars 2023.

Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 24 februari 2023.



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 >](#)