

Where **R** we? Resilience or recession

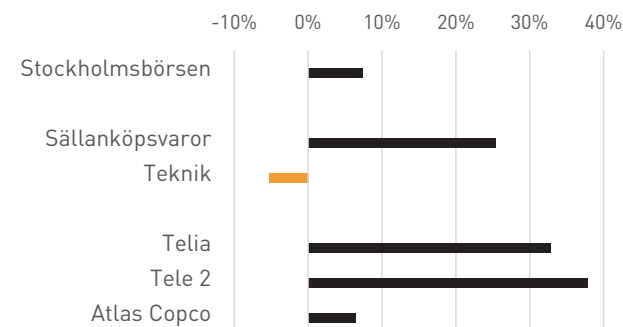
Sedan maj har börsen tappat fart och rört sig sidledes. En svagare konjunktur har mötts med räntesänkningar och marknadsaktörerna vet inte vilken fot de ska stå på. Resultatet blir en sidledes börs som kastas mellan hopp och förtvivlan i takt med nyhetsrapporteringen. Tidigare vinnare har fått överlämna ledartröjan till andra sektorer och bolag. Nya tider stundar och situationen klarnar sannolikt under Q4. Till dess väljer vi två bolag som borde klara sig på egna meriter och vi är beredda att agera om intressanta lägen uppstår.

Tillbakablick

I den senaste strategirapporten ”Mjuklandning eller luftgrop” pekades på riskerna med en börsuppgång som drivs av allt färre bolag. Vi varnade för högt värderade cykliska bolag då vi trodde att konjunkturedgången skulle drabba även dessa. Som exempel nämndes Atlas Copco. Atlas Copco steg förvisso under perioden men utvecklades ändå något sämre än index. Vi förutspådde även att räntetoppen skulle vara nådd och att arbetsmarknaden i USA skulle försämrats. Redan då pekade vi på risken att den så kallade Sahm rule (en indikator inom makroekonomi som används för att signalera en pågående recession) skulle triggas vilket också skedde i juli.

Sammanfattningsvis stämde våra tidigare slutsatser väl med den faktiska utvecklingen. Vi var dock två månader för tidiga vad gäller börsutvecklingen. Efter en formidabel uppgång, +30% mellan oktober 2023 till mars 2024, trodde vi på en paus. Pausen kom men som sagt två månader senare än vi förutspådde. Prognoser är som bekant ingen exakt vetenskap utan snarare en väl underbyggd gissning. Sedan den förra rapporten har börsen stigit med drygt 7% vilket var mer än väntat. Uppgången skedde dock de två första månaderna och sedan slutet på maj har börsen varit stillastående. Men om utvecklingen på indexnivå ser odramatisk ut har desto mer hänt under ytan. I det tysta har vi sett en rotation från tillväxt till mer traditionella och defensiva bolag. I synnerhet högt värderade bolag har haft svårt att hänga med medan vi sett en återkomst för traditionella och defensiva bolag.

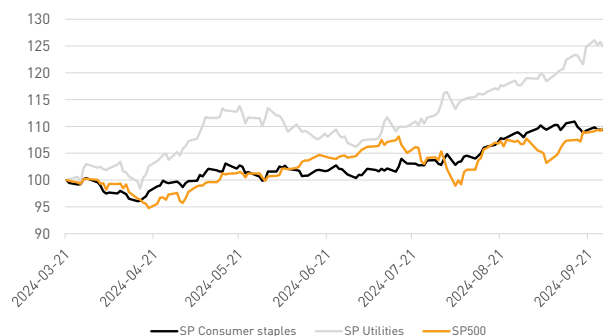
Utveckling sedan senaste rapporten



Källa: Bloomberg

Att teleoperatörerna, Telia och Tele 2, skulle återfinnas i avkastningstoppen tror jag ingen förutspådde när året började. Båda aktierna har bjudit investerarna på mer än 30% avkastning sedan förra rapporten samtidigt som Atlas Copco endast måkrat med 6%. I särklass bästa bransch under perioden blev stapelvaror som per definition är en mycket defensiv sektor. Fastighetssektorn placerade sig också högt vilket inte är så förvånande då Riksbanken inlett räntesänkningar och dessutom varit tämligen duvaktiga i sina uttalanden. Tekniksektorn var enda sektor som backade under perioden. Nu står Hexagon för halva vikten vilket innebär att utvecklingen kanske säger mer om Hexagon än branschen i övrigt. Rotationen mot stabila defensiva bolag ser vi även i USA. Stapelvaror i S&P500 utvecklades i paritet med S&P500 och den synnerligen defensiva branschen allmännyttiga tjänster utklassade S&P500 och steg hela 26%, inte helt olik stapelvaror i Sverige.

Staples S&P500, Utilitis S&P500 & S&P500



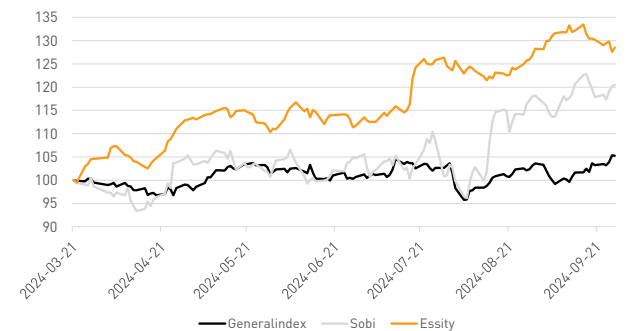
Källa: Bloomberg

Det är naturligtvis bra att börsuppgången sprids till flera branscher, vilket är en förutsättning om vi ska få en ihållande uppgång, men att sektorer som dessa utvecklas så pass starkt är

definitivt något att hålla ögonen på. Det allmänna narrativet är annars att räntesänkningar är bra och kommer öka riskbenägenheten men att döma av hur börsen utvecklats så håller inte alla med. Den mest trovärdiga förklaringen är sannolikt att det i vissa branscher, som teknik och industri, delvis redan diskonterats ett bättre investeringsklimat.

Två bolag vi lyfte i förra rapporten, Essity och Sobi, valdes med anledning av vår bolagsanalys i kombination med vår konjunktursyn. Båda bolagen har defensiva egenskaper och är inte beroende av den industriella konjunkturen på samma sätt som klassiska verkstadsbolag. Vi såg också att bolagen stod inför förändringar som borde tolkas positivt. Vad gäller Essity så pekade vi på att bolaget kommer bli mindre beroende av massapriset efter försäljningen av kinesiska Vinda samt att nettoskulden sjunker betydligt. Detta ledde till att Essity i juni inledde ett återköpsprogram vilket hittills fallit väl ut. Aktien steg hela 32% sedan slutet på mars. Essity har på sikt mer att ge då bolaget förtjänar en högre värdering än historiskt.

Generalindex, Sobi & Essity



Källa: Bloomberg

Läkemedelsbolaget Sobi står inför en tillväxtperiod efter ett antal förvärv och nysatsningar. Även här var vi lyckosamma och aktien steg 21% under perioden. Trots uppgången bedömer vi att Sobi har mer potential. I augusti presenterade Sobi data från en studie gällande en sällsynt njursjukdom. Datan var mycket bra och dess amerikanska partner talade om blockbusterpotential, det vill säga försäljning på 1 miljard USD per år, för preparatet. Huruvida det stämmer eller inte låter jag vara osagt men det är otvetydigt en framgång.

Makro

Den globala ekonomin fortsätter i ungefär samma riktning som tidigare. Det innebär att USA fortsätter visa styrka (Resilience)

och att Europa fortsätter visa svaghet (Recession). I Asien har fokus flyttats till Kina som kämpat med en svag ekonomi under lång tid. Börsen i Kina tangerade samma nivå som för 10 år sedan och fastighetspriserna faller. Bara dagar innan detta skrivs lanserade Kina ett stort stimulanspaket riktat till såväl hushåll som banker. Kinas centralbank sänkte även räntan och lättade på nuvarande regleringar. Bland annat ska det vara möjligt att låna pengar hos PBOC, Kinas centralbank, för aktieköp. Hur det här kommer påverka Kina på längre sikt är för tidigt att avgöra. Den kinesiska börsen (CSI 300) har dock stigit över 26% på nio dagar. Minst sagt spektakulärt.

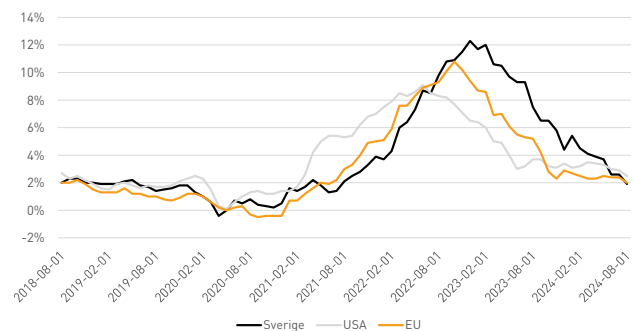
Kinesiska börsen (CSI 300)



Källa: Bloomberg

Under sommaren har det stått klart att inflationskampen i USA och Europa är över för den här gången. Vi har visserligen inte nått målet om 2% i USA men det är bara en tidsfråga. Fortsätter det i den här takten kommer vi snart prata deflation igen.

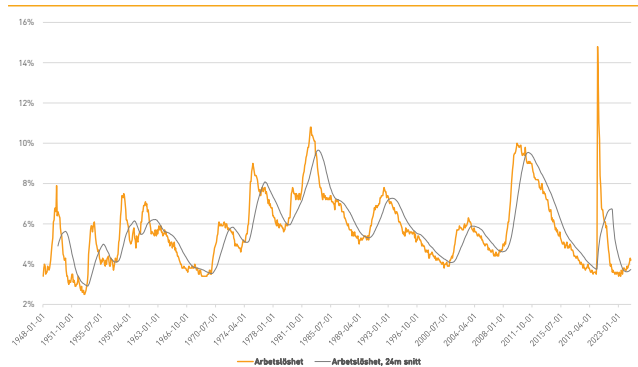
Inflationen, Sverige, USA & EU



Källa: Bloomberg

Det betyder att fokus för amerikanska FED flyttas till arbetsmarknaden då den amerikanska centralbanken även har som mål att minimera arbetslösheten. Och FED har som första steg rivstartat med en 50 bp sänkning. Om det här kommer att förändra något är oklart men FED har i alla fall gjort klart att dom tänker göra sitt yttersta för att mjuklandningen ska fortsätta. Vad gäller arbetsmarknaden visar dock historien att arbetslösheten tenderar fortsätta öka när den väl börjat stiga. FEDs egen prognos är att arbetslösheten ska stiga från dagens 4,2% till 4,4% i slutet på detta år. Även i slutet på 2025 väntas arbetslösheten uppgå till 4,4%, det vill säga ingen förändring jämfört med 2024. Om det inträffar är det inte bara *once in a lifetime utan once in modern history*. Baserat på historiska data borde arbetslösheten stiga ungefär 2-2,5% från botten under en tvåårsperiod.

Arbetslöshet USA



Källa: Bloomberg

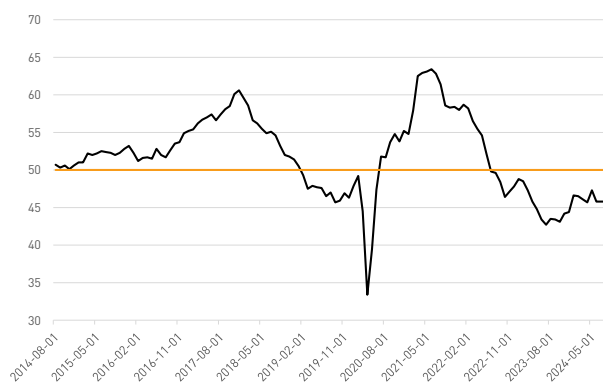
Det skulle innebära en topp runt 5,5-6% under första halvåret 2025. Även om det visar sig vara högt räknat finns det risker att ta i beaktning här. Marknaden har i likhet med FED modesta prognoser för arbetslösheten och prisar inte på något sätt in en ökning i linje med historien. Skulle så ske kommer aktiemarknaden reagera negativt. Historiskt brukar inte FEDs sänkningar vara en källa till glädje för aktiemarknaden trots att alla verkar tro det. Avgörande frågan är istället om vi får en lågkonjunktur eller inte. Om FED lyckas undvika en lågkonjunktur är det positivt men det händer sällan. Istället brukar sänkningen snarast vara ett tecken på att lågkonjunkturen är här och aktiemarknaden viker. Dagens situation liknar på grund av pandemin inte någon annan så det är svårt att dra några slutsatser. Att FED börjar sänka räntorna trots att börsen befinner sig nära all time high är unikt.

Europa – from bad to worse

I Europa fortsätter den ekonomiska kräftgången och industriproduktionen är fallande sedan mars 2023. Ingen tillväxt på drygt ett och ett halvt år är anmärkningsvärt och avviker exempelvis från USA

där vi istället pendlat runt nollan. Den som letar efter en vändpunkt måste nog tyvärr vänta lite till. Inköpschefsindex för den tillverkande industrin i Europa har varit parkerat under 50-nivån sedan augusti 2022 och om något ser situationen sämre ut idag än för några månader sen.

Europeiskt inköpschefsindex



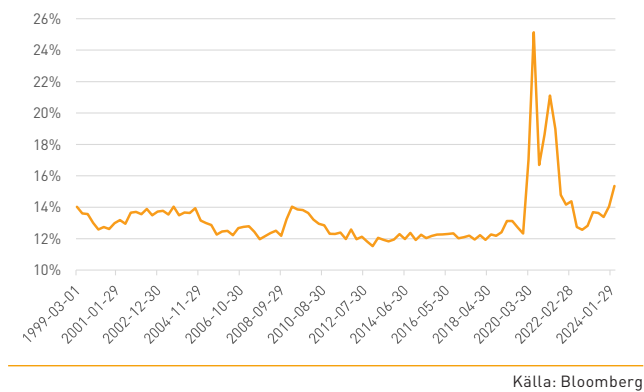
Källa: Bloomberg

Vinstvarningarna haglar för tillfället inom framför allt fordonsindustrin vilket givetvis får konsekvenser även för den generella industrin då fordon är en betydande del. Volkswagen vill exempelvis säga upp anställningsavtal med facket som säkrat jobben fram till 2029. Detta för att Volkswagen vill lägga ner två fabriker i Tyskland. Hittills har Volkswagen aldrig stängt en enda fabrik i Tyskland, någonsin.

Gladare konsumenter

Att industrikonjunkturen i Europa är svag är ingen nyhet. Den situationen har som bekant varat i ett och ett halvt år. Det betyder rimligen att vi närmas oss en vändning. Det är sannolikt för tidigt än men under Q4 bör marknaden få en bättre förståelse för hur konjunkturen utvecklas. Att arbetslösheten i USA kan stiga borde inte heller komma som någon överraskning. Givet att vi börjar från en låg nivå krävs det en kraftig ökning innan ekonomin blir lidande. Det som däremot får genomslag relativt fort är de räntesänkningar som nu genomförs av centralbankerna på båda sidor av Atlanten. Konsumenter och hushåll har tidigare pressats av såväl höga räntor som hög inflation. Idag är inflationen inte längre ett problem och räntorna på väg ner. I Europa är hushållen dessutom välkonsoliderade och har agerat försiktigt sedan pandemin.

Sparkvot i Europa

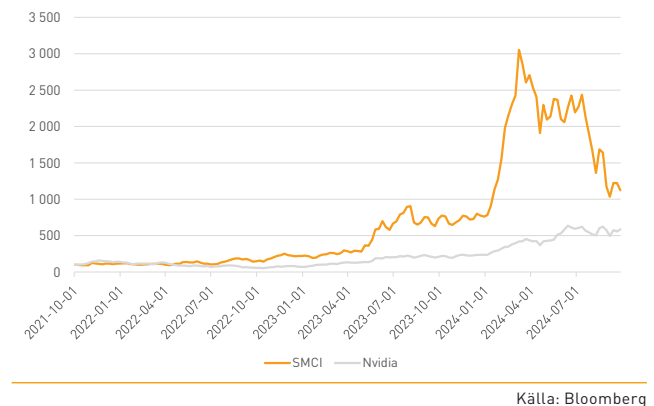


Efter pandemin har vi haft en våg av investeringar, i elbilar, energiomställning, flytt av tillverkning och så vidare, som gynnat industrin. Dessa investeringar kommer sannolikt att fortsätta men för tillfället verkar aktiviteten plana ut. Problemen för den europeiska bilindustrin präglar till stor del sentimentet som för tillverkningsindustrin är lågt. Givet att Kina nu stimulerar sin ekonomi kraftigt kanske vi närmar oss botten för europeisk industri då Kina är en stor handelspartner. Och det kan det räcka för att höja sentimentet. Det skulle kunna leda till att hushållen sparar lite mindre av sin inkomst och sätta fart på konsumtionen i Europa.

Aktiemarknaden

Börsen befinner sig som tidigare nämnts på ungefär samma nivå som i maj. Det gamla talesättet "sell in may and stay away and don't return until St Ledgers day" har fungerat ytterligare ett år. Det kan tolkas som att inget dramatiskt har hänt men det är fel. Det i särklass största som hänt är att de tidigare upphaussade teknikaktierna, med Nvidia i spetsen, förlorat sitt ledarskap på börsen. En berättigad fråga är då om det inte bara rör sig om en paus i uppgången? Svaret är... troligtvis nej. Det hade kunnat vara så om det gällde bara Nvidia. Men det är mer eller mindre hela sektorn och för första gången börjar marknaden fråga sig hur bolag som Microsoft eller Google ska få avkastning på de massiva investeringar som sker. Ett annat exempel är att blankningsfirmorna vågat ge sig på branschen. I somras utsattes Super Micro Computer (SMCI) för en så kallad blankningsattack. SMCI gör färdiga serverrack med bland annat Nvidias produkter och har haft en spektakulär kursutveckling. Aktien har de senaste tre åren gått betydligt bättre än Nvidia trots ett fall på 63% sen toppnoteringen i mars.

SMCI & Nvidia



Att blankare vågar ge sig på aktier inom denna sektor tyder på att intresset svalnar. Vi ser också att andra tillväxtorienterade projekt, läs Northvolt eller valfritt vätgasprojekt, får allt svårare att hitta finansiering. Det tyder på att någonting håller på att förändras i marknadsattityd till den här typen av bolag. Vem som kommer plocka upp ledartröjan är fortfarande för tidigt att säga men det kommer att visa sig under Q4.

En sektor som undkommit nedgång trots alla vinstvarningar är industrisektorn. I Sverige befinner vi oss på all time high samtidigt som i princip varenda fordonstillverkare i Europa har vinstvarnat. Lägg till att även många underleverantörer vinstvarnat. Här anmodas försiktighet. Då estimeren i många andra sektorer redan justerats ned verkar det som industribolagen ska gå påverkade genom denna konjunkturcykel. Det känns väl optimistiskt. Med det sagt är vi gärna köpare den dag då marknaden anpassat sig till den verklighet bolagen möter. Det kommer sannolikt att inträffa under Q4 men till dess väljer vi två andra bolag med helt olika karaktär. Ett på grund av förbättringspotential och ett av värderingsskäl.

Nolato

Nolato är ett mellanstort företag med ett börsvärde på strax under 13 miljarder. Nolato är en kontraktstillverkare som tillverkar produkter av polymera material, det vill säga plast, silikon och även TPE (termoplastisk elastomer) vilket enkelt förklarar, kombinerar egenskaperna hos både plast och gummi. Nolato består av två affärsområden, Medical Solutions och Engineered Solutions. Bolaget omsätter cirka 9,5 miljarder där Medical Solutions står för 56% av omsättningen. Nolato har en spridd kundbas och en väldiversifierad exponering mot olika branscher. Ingen enskild kundgrupp står för mer än 12% av omsättningen och den konjunktur känsliga fordonindustrin står för måttliga 11%. De senaste tre åren har bolaget

gjort investeringarna besvikna och aktiekursen har nästan halverats. Går vi tillbaka fem år är aktien upp något men är långt efter index, såväl generalindex som småbolagsindex.

Nolato



Källa: Bloomberg

Orsaken är en sjunkande marginal på grund av lägre volymer och därmed lågt kapacitetsutnyttjande. För att komma till rätta med problemen har Nolato bland annat dragit sig ur "Vaporiser heating" samt strukturerat om koncernen i två affärsområden mot tidigare tre. Arbetet att effektivisera och rationalisera har gett resultat. De senaste 12 månaderna har marginalen stigit till drygt 10% och vi tror att det kommer mer. Innevarande kvartal kommer dock enligt bolaget "uppvisa något tydligare semestereffekter än de senaste åren" men de närmaste åren bör innebära ett marginallyft. Nolato är sedan tidigare underleverantör till Novo Nordisk och har tecknat ett nytt samarbetsavtal som kommer påbörjas i slutet på 2025. Vid full produktion motsvarar det ca 700 mkr kr i omsättningsökning. Nolato värderas till låga 13,9 (EV/EBIT) på estimerade för 2025 där EBITA marginalen väntas uppgå till cirka 10,5%. Vi tror att Nolato har möjlighet att överträffa marknadens prognos de närmaste åren vilket även skulle kunna innebära en multiplexpansion. Då den allmänna industrikonjunkturen känns svag erbjuder Nolato ett intressant alternativ på ett bolag som till stor del kan forma sin egen framtid.

SCA

SCA är ett av Europas största skogsbolag med en nästan 100-årig historia. Bolaget äger 2,7 miljoner hektar skog i norra Sverige och är därmed Europas största privata skogsägare. Skogen absorberar mer än en fjärdedel av Sveriges totala koldioxidutsläpp. Koncernen är indelad i fem affärsområden, skog, trä, wellpapp, massa och förnybar energi. SCA är vertikalt integrerat och kontrollerar hela kedjan från träd till färdig produkt. Man är också geografiskt

koncentrerat vilket medför ytterligare kontroll över alla delar. Vad gäller vedråvara kommer cirka 50% av behovet från den egna skogen medan resten köps in lokalt. Självförsörjningsgraden för energi är närmare 100%.

Aktien står idag på samma nivå som i början på 2021 efter att varit på 200 kr-nivån och vänt under pandemin. Skogssektorn i Europa har de senaste åren tvingats hantera flera dramatiska förändringar. Rysslands krig mot Ukraina innebar ett stopp för ved från Ryssland. Ryssland var en betydande exportör av massaved som sannolikt inte kommer tillbaka inom en snar framtid. Som jämförelse kan nämnas att priserna på massaved i Sverige och Finland stigit med 80% sedan 2021 och runt 25-30% av kostnadsbasen för ett pappersbruk är just ved. Även energipriserna har påverkat branschen rejält. Dels direkt och dels via priserna på de kemikalier som behövs i ett pappersbruk. Sammantaget står dessa kostnadsposter för drygt 20% av totala kostnader. Ute i Europa är det ovanligt att pappersbruk är så självförsörjande som SCA vilket ger dem en kostnadsfördel gentemot konkurrenterna. Utöver detta håller SCA på att köra in en ny pappersmaskin i Obbola (KM7) och utökar massaproduktionen i Ortvik. Dessa båda projekt ska bidra med 1200 mkr till resultatet vid fullt utnyttjande. Det kommer vara ett betydande tillskott till resultatet.

Massapriset har den senaste tiden utvecklats svagt och aktiekurserna för skogsbolag brukar generellt följa massapriset. Den situationen kan vara på väg att förändras. Efter ett år av sämre marknad kan innevarande kvartal mycket väl vara botten i denna cykel. Processindustri handlar mycket om tillgång och efterfrågan och balansen på marknaden ser bättre ut. Dessutom har hela industrin under lång tid ställt om från tidningspapper till kartong, som gynnas av e-handeln, vilket gör industrin mer beroende av konsumenternas humör. Här kommer den senaste tidens räntesänkningar att spela en stor roll. Sist men inte minst verkar det även som byggindustrin kan vända upp efter en tids kräftgång. Det kommer att höja priserna på sågat virke vilket gynnar skogsbolagen och SCA. Även om vändning skulle dröja har SCA ett betydande värderingsstöd i och med att aktien handlas till lägre kurs än det bokförda värdet av endast skogsinnehavet.

SCA, price/book



Källa: Bloomberg

SCA har ett bokfört värde på 154 kr/aktie för skogsinnehavet. Värderingen baseras på ett treårigt medelvärde av noterade skogspriser. Det går att diskutera hur relevant skogsvärdet egentligen är om den aldrig är till salu men det ger dock ett stöd till värderingen. Utöver själva skogen finns industrirörelsen, massa, energi och sågverk, som genererar ett EBITDA resultat på 6-7 miljarder 2024, vilket inte är ett speciellt bra år. Givet uppstarten av KM7 i Obbola, den utökade massaproduktionen samt en bättre konjunktur kan EBITDA nästan dubblas inom några år. Det gör aktien köpvärd.

Slutligen

Börsen har trampat vatten sedan innan sommaren, vilket ändå är ett styrketecken, då vi dagligen nås av vinstvarningar. Inget verkar bita på de svenska verkstadsbolagen. Här ser vi en tydlig risk under Q4. På grund av att olika branscher befinner sig i helt olika faser är det svårt att se någon djup lågkonjunktur just nu. För det krävs en mer synkroniserad nedgång. Men i en värld där estimaten för många bolag redan justerats ned har väldigt lite gjorts i prognoserna för verkstadsbolagen. På många sätt känns det som den sista puselbiten innan vi blir mer optimistiska till sektorn. Det kan mycket väl inträffa under Q4 och då är vi köpare. Tills dess väljer vi andra alternativ men är beredda att gå in om läget uppstår.

*Den här strategirapporten publicerades den 7 oktober 2024
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 27 september 2024*



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 >](#)