

Europa – har allt eller inget förändrats?

Det är lätt att känna sig överväldigad när osäkerheten kring policybeslut är på nivåer vi endast sett under pandemin 2020, med nya tullar, begränsad invandring, förändrade skattesatser och geopolitisk oro. Osäkerheten smittar av sig på den reala ekonomin och oron för en inbromsning i USA ökar. Samtidigt sker historiskt stora förändringar av europeisk finanspolitik. Den lite cyniska minns dock alla enorma stimulanspaket som utlovats tidigare i Europa som inte blivit den bidragsgivaren till tillväxten som man hade önskat. Är det annorlunda den här gången och vad betyder det i så fall för europeiska börsbolag? Trots osäkerheten erbjuder den defensivare delen av börserna just nu möjlighet att köpa fina bolag med rabatt. Samtidigt är koncentrationen i amerikanska aktier fortsatt historiskt hög, vi gör en annorlunda jämförelse och visar att de är dyrare än europeiska bolag oavsett lönsamhet, tillväxt och risk. Avslutningsvis ger vi ett exempel på hur ett billigt europeiskt stjärnbolag kan se ut.

Vad har ändrats i Europa?

Potentiellt skulle stimulanserna som nu annonserats kunna bidra med flera procentenheter högre årlig vinsttillväxt kommande tio år för europeiska börsbolag vilket blir extra intressant då de handlar under sitt historiska snitt. Det ekonomiska läget förändras just nu snabbt. Exempelvis har Tyskland godkänt nya finanspolitiska stimulanser, med inkludering av en tioårig infrastrukturfond på 500 miljarder euro och obegränsade lån för försvarsutgifter, som uppskattas kunna uppgå till en biljon euro under nästa årtionde. Något som skapade historiskt stora rörelser i räntemarknaden men som inte syns lika tydligt i aktiemarknaden. För att sätta det i relation till något är Eurozonens BNP cirka 13,5 biljoner euro, vilket innebär att Tysklands stimulanser motsvarar ungefär 7,5 procent av hela Eurozonens BNP. Finanspolitiska stimulanser har dessutom en multiplikatoreffekt, vilket innebär att varje euro som spenderas genom stimulanser kan generera lite mer än själva stimulansen i BNP-tillväxt. Historiskt har dock underskottsfinansierade försvarssatsningar på en procent bidragit 0,5-0,7 procent till BNP-tillväxten i Europa då vi importerat mycket försvarsmateriel från främst USA¹. Den här gången ska dock majoriteten köpas in från europeiska bolag, vilket talar för att tillväxtbidraget blir högre.

Vi gör ett förenklat räkneexempel för att förstå effekten av annonserade finanspolitiska stimulanser på europeiska börsbolag. Vi antar en BNP-multiplikator på 1,5, då försvarssatsningarna primärt ska gå till europeiska bolag som dessutom behöver bygga ut kapaciteten, samt infrastruktur som ger högre spridningseffekter. En BNP-multiplikator på 1,5 innebär att en ökning av offentlig konsumtion med 1 procent av BNP kan leda till en BNP-ökning på 1,5 procent. Då motsvarar stimulanserna mer än 11 procent av Eurozonens BNP. Det innebär att stimulanserna i ett optimistiskt räkneexempel höjer tillväxten under kommande 10 år med cirka en procent årligen. Vad innebär en procent högre tillväxt för

europeiska börsbolag? Det går inte att säga exakt vad en procent extra tillväxt i Eurozonen betyder för europeiska bolagsvinster, men historiskt har vinsterna vuxit snabbare än BNP, särskilt i en återhämtningsfas, vilket innebär att börsbolagens vinsttillväxt skulle kunna bli flera procentenheter högre drivet enbart av de tyska stimulanserna. Eftersom stimulansernas effekt på tillväxten tar tid bör vi se de positiva effekterna på tillväxten tidigast under 2026.

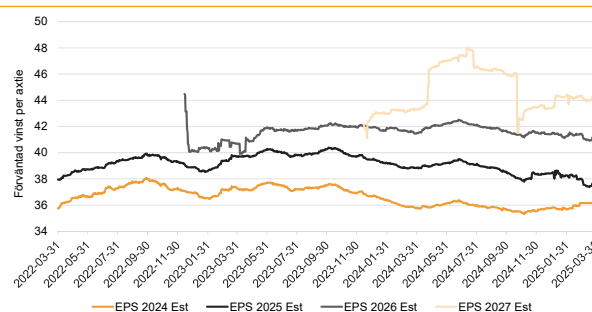
Tillväxtförväntningar för Eurozonen

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Eurozonen BNP	1,8%	1,6%	-6%	6,3%	3,5%	0,4%	0,9%	0,9%	1,2%	1,4%

Källa: Bloomberg

Tillväxtprognoserna för Tyskland har börjat höjas för nästa år. I Eurozonen som helhet håller däremot oron för tariffer tillbaka revideringar av både BNP tillväxt och vinstestimater. Självklart är utvecklingen i USA kortsiktigt viktigare för många europeiska bolag, då en stor andel av försäljningen för europeiska börsbolag går till USA, särskilt om man exkluderar bank och fastigheter. Estimaten för europeiska bolag fortsätter skrivas ner.

Vinstestimater STOXX 600



Källa: Bloomberg

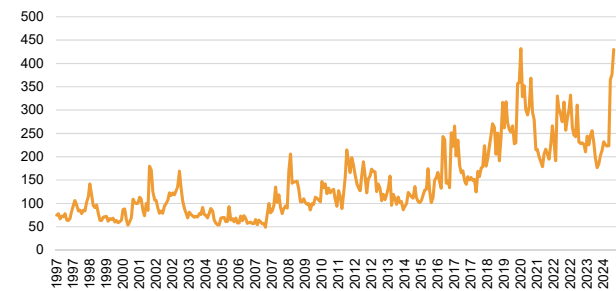
¹ källa: Olejnik (2023), https://haldus.cestipank.ee/sites/default/files/2023-04/wp2_2023.pdf

Nedrevideringarna är inte konstiga givet den förhöjda politiska osäkerheten. Den politiska osäkerheten är just nu i nivå med pandemin.

Politisk osäkerhet

Den förhöjda osäkerheten slår både mot bolag och privatpersoners köp- och investeringsvilja. Det kommer även fördyra både den löpande verksamheten samt nya investeringar för bolag globalt. Hittills har den ökade osäkerheten framför allt gett sitt uttryck i en ökning av riskpremien för amerikanska bolag. En förhöjd politisk osäkerhet brukar dock historiskt vara bra köplägen i aktier kortsiktigt, då det sällan i närtid blir så illa som alla föreställer sig. Alla spikar i grafen ovan har historiskt utgjort bra köplägen i aktiemarknaden.

Global Policy Uncertainty index - lägen med hög politisk osäkerhet brukar vara bra köplägen



Källa: Global EPU är beräknad som BNP-viktat snit av månadsvisa EPU index värden för USA, Kanada, Brasilien, Chile, UK, Tyskland, Italien, Spanien, Frankrike, Nederländerna, Ryssland, Indien, Kina, Syd Korea, Japan, Irland, Sverige, och Australien, med BNP-data från IMF World Economic Outlook Database. Nationella EPU index värden är från www.PolicyUncertainty.com and Baker, Bloom and Davis (2016).

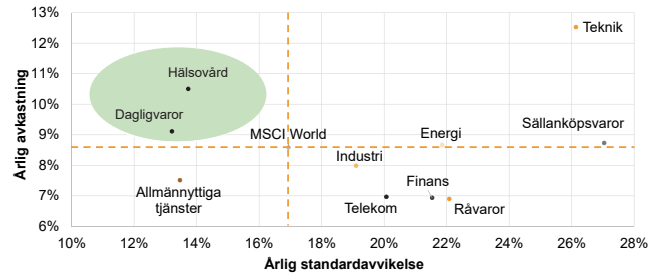
En potentiell vapenvila i Ukraina skulle också kunna bidra positivt till europeisk tillväxt. Särskilt om den skulle påverka energimarknaden i rätt riktning. De bolag som långsiktigt gynnas mest av ökade försvarsanslag är självklart försvarsbolagen, men även traditionell industri och vissa teknikbolag är långsiktiga vinnare på ökade försvarsanslag. Industriebolagen skulle även vara tydliga vinnare på en potentiell vapenvila, särskilt om det påverkar tillförseln av energi. Kortsiktigt är dock teknik och verkstadsbolagen känsliga för en potentiell inbromsning i den ekonomiska aktiviteten i USA. Hur balanserar vi portföljerna mellan kortsiktigt stök och långsiktigt optimistisk inramning?

Defensiva aktier med rabatt i turbulenta tider

Trots en turbulent inramning har en spännande möjlighet uppstått inom den defensiva delen av börserna. Särskilt inom läkemedel och dagligvaror. Dessa sektorer som traditionellt sett är de mer defensiva på börserna med hög kvalitet har över tid gett bättre avkastning än världindex till lägre risk.

Sektorer - avkastning och risk

Utveckling sektorer 1995-03-31 till 2024-12-31



Källa: Bloomberg, Garantum

Vad de stora läkemedelsbolagen som Novo Nordisk, Roche och AstraZeneca har gemensamt med bolag som Unilever, Nestlé och Coca-Cola är att de har alla attribut investerare letar efter i ett kvalitetsbolag:

Gemensamma nämnare

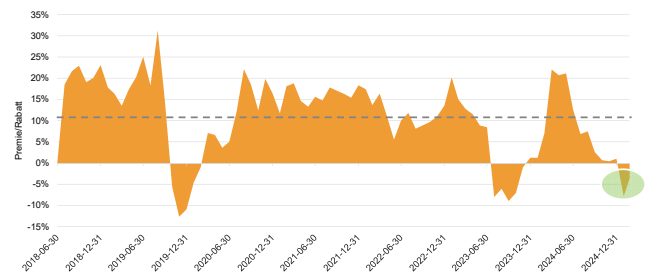


Källa: Garantum

Om bolagen har alla attribut investerare söker bör de vara riktigt dyra. Normalt sett handlar globala läkemedel och dagligvaror med en premie mot världindex. Sedan 1995 har premien för i snitt varit ungefär 11 procent relativt världindex, men just nu handlar de med rabatt relativt breda index. Några av de finaste bolagen på börserna är alltså just nu billigare än börserna som helhet.

Dyrt? - läkemedel och dagligvaror

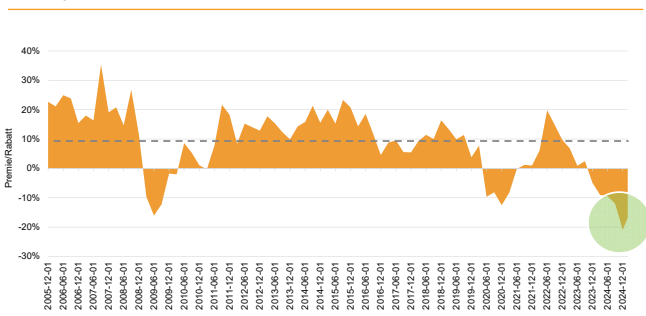
Premie/rabatt relativt världindex



Källa: Bloomberg

Samtidigt vet vi att amerikanska aktier på indexnivå är dyrare än europeiska och världindex består till stor del av amerikanska aktier. Om vi istället fokuserar på bara europeiska läkemedel och dagligvaror jämfört med världindex har premien i snitt varit nära 10 procent, men just nu handlar de med en kraftig rabatt.

Dyrt? - europeiska läkemedel och dagligvaror



Källa: Bloomberg

I Aktie-Ansvar Europa är cirka 40 procent av portföljen investerad i europeiska läkemedel och dagligvaror. Vi bedömer att möjligheten att få attraktiv riskjusterad avkastning när du kan investera i några av Europas finaste bolag med rabatt relativt övriga marknaden är god. Dagligvaror och läkemedel kan bli alltför defensivt ifall den politiska osäkerheten dämpas och effekten på tillväxten inte blir lika hård som befarat. Vi kompletterar därför våra läkemedels- och dagligvarubolag med industri, teknik och lite bank. Sektorer som kommer prestera betydligt starkare om ekonomin i Europa återhämtar sig. Det vanligaste är att dela upp portföljen utifrån sektorer på det här sättet, men finns det bättre sätt att dela in bolag än utifrån sektorer som tydligare beskriver vilken typ av bolag vi investerar i?

Alternativ till sektorer – en ny synvinkel

I tidigare strategirapporter har vi diskuterat vad som driver värderingen av bolag och brutit ner ROIC i delar, vi har skrivit om värdeskapande tillväxt där vi diskuterar olika typer av tillväxt och basfrekvenser samt risk och portföljkonstruktion. I den här rapporten vill vi introducera ett alternativt sätt att jämföra in bolag. Värdering är inte enbart absolut, den är också relativ. Relativitet inom investeringar handlar om att förstå att värde inte är enbart absolut utan beroende av kontext och jämförelse. En aktie kan verka dyr eller billig beroende på vad den jämförs med, exempelvis andra aktier, historiska värderingar, marknadens eller våra förväntningar. Genom att samtidigt integrera relativism, där vi värdesätter olika perspektiv, kan vi utveckla en mer holistisk och flexibel syn på värde. Men alla perspektiv är inte lika värdefulla och jämförelser mellan olika bolag är ofta mer eller mindre en jämförelse mellan äpplen och päron. Hur kan vi göra mer rättvisa jämförelser för att skapa värdefulla perspektiv?

Värderingen av ett bolag är känslig för vilka antaganden investerare gör av lönsamhet, tillväxt och risk. Små förändringar i någon av de tre variabelerna får stor effekt på värderingen och leder ofta till överreaktioner på aktiemarknaden. Det behöver inte ha hänt något med

den underliggande verksamheten, men marknadens perception kan förändras snabbt.

It's not for nothing that economics is called "the dismal science..." The main ingredient in economics is psychology, and the workings of psychology can't be fully known, controlled or fixed" – Howard Marks, The Most Important thing

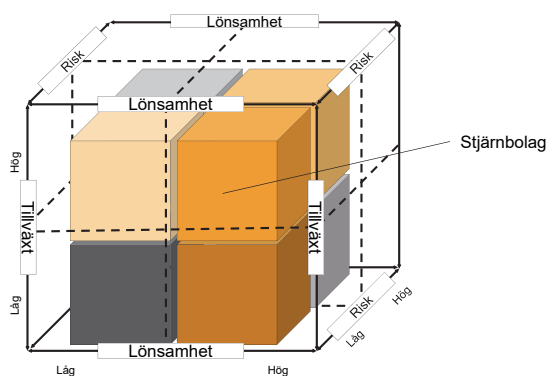
Relativitet är idén att vår perception påverkas av vår synvinkel och tidigare referensramar. Kontexten formar vår synvinkel, vad vi värderar och ignorerar, vad vi ser och missar. Relativ värdering är en vanlig värderingsmetod. Jämför ett bolags multiplar, exempelvis P/E-tal med branschgenomsnittet eller med historiska värderingar. Hur kan vi skapa ett mer värdefullt perspektiv?

Att dela in bolag utifrån kvalitet kan vara mer informativt, då det ger ett annat perspektiv än om ett bolag exempelvis råkar klassificeras som industri eller teknik. Varför ska exempelvis Amazon klassas som sällanköpsvaror och Apple som teknik? Verksamheter inom olika sektorer kan vara betydligt mer lika varandra än bolag inom samma sektor, då de trots att de är i olika sektorer kan ha liknande affärsmodell, lönsamhetsnivå, tillväxt och riskprofil. Lönsamhet, tillväxt och risk driver värderingen av bolag. Vi kan boxa in alla bolag utifrån dessa tre parametrar vilket ger oss åtta kategorier med bolag enligt nedan:

1. **Stjärnbolag:** Hög lönsamhet, hög tillväxt, låg risk.
2. **Stabila jättar:** Hög lönsamhet, låg tillväxt, låg risk.
3. **Tillväxtstjärnor:** Hög lönsamhet, hög tillväxt, hög risk.
4. **Utmanare:** Låg lönsamhet, hög tillväxt, hög risk.
5. **Turnaround-kandidater:** Låg lönsamhet, låg tillväxt, hög risk.
6. **Defensiva spelare:** Låg lönsamhet, låg tillväxt, låg risk.
7. **Defensiva tillväxtbolag:** Låg lönsamhet, hög tillväxt, låg risk.
8. **Riskabla mogna bolag:** Hög lönsamhet, låg tillväxt, hög risk.

För att visualisera de olika kategorierna och göra det tydligt att kvalitet är ett tredimensionellt spektrum kan vi illustrera det med tredimensionella boxar.

Kvalitetskuben



Källa: Garantum

När vi normalt sett letar efter investeringsidéer till fonderna använder vi flera mått på lönsamhet, tillväxt och värdering för att rangordna bolag. Många dagligvaru- och läkemedelsbolag som vi nämnde tidigare hamnar i kategorin stabila jättar eller stjärnbolag, då de ofta som vi nämnde ovan har hög lönsamhet, strukturell tillväxt och lägre risk. Vissa bolag rör sig mellan kategorierna över tid, men vi försöker i Aktie-Ansvar Europa att hålla oss till kategori 1-3 med kvalitetsbolag. Ibland äger vi även turnaround kandidater i kategori 5, när verksamheten normalt har hög kvalitet och det finns en tydlig plan för att komma tillbaka.

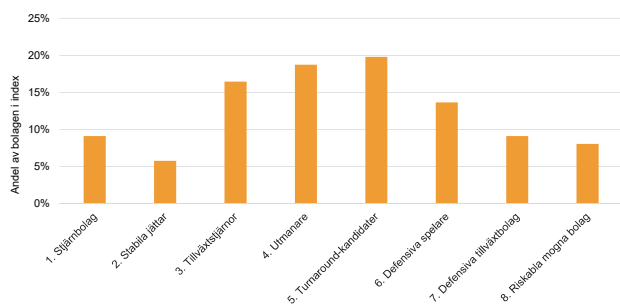
En annorlunda jämförelse mellan amerikanska och europeiska aktier

Normalt ser vi jämförelser som visar hur mycket dyrare amerikanska aktier är oavsett om vi ser till kapitalviktade eller likaviktade index. Även om vi justerar för sektorvikter är skillnaden i värdering betydande. En intressantare jämförelse blir om vi tar hänsyn till kvalitet och ser till skillnaderna lönsamhet, tillväxt och risk mellan amerikanska och europeiska bolag.

För att göra ett förenklat exempel använder vi nedan avkastning på investerat kapital som mått på lönsamhet, genomsnittlig femårig försäljningstillväxt som mått på tillväxt och beta för att representera risken. Med dessa mått kan vi enkelt kategorisera alla bolag och göra en del intressanta jämförelser. Vi exkluderar bank och fastigheter från kategoriseringen, då dessa bolag använder helt andra mått än rörelsedrivande bolag. Vad som är hög nivå väljer vi här för enkelheten skull det som är över medel. Låg nivå beskriver under genomsnittet. I jämförelsen mellan europeiska och amerikanska aktier nedan använder vi snittet för båda för att göra en rättvis jämförelse mellan de två marknaderna. I jämförelsen tittar vi på antal bolag per kategori och inte marknadsvärde per kategori, det vill säga likaviktat istället för marknadsviktat.

Om vi gör en förenklad kategorisering av europeiska bolag representerade här av STOXX 600 ser vi snabbt att i index finns det en högre andel utmanare och turnaroundkandidater än i övriga kategorier.

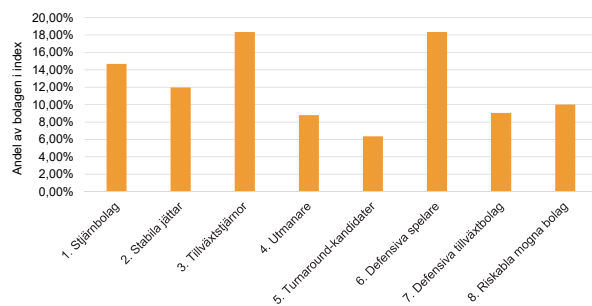
STOXX 600 – antal bolag i olika kategorier



Källa: Bloomberg, Garantum

Bland de europeiska storbolagen är det färre bolag med hög lönsamhet än bland amerikanska bolag. Amerikanska bolag får representeras av bolagen i S&P 500. Bland de amerikanska bolagen ser vi en hel del stjärnbolag och tillväxtstjärnor men också en högre andel defensiva spelare.

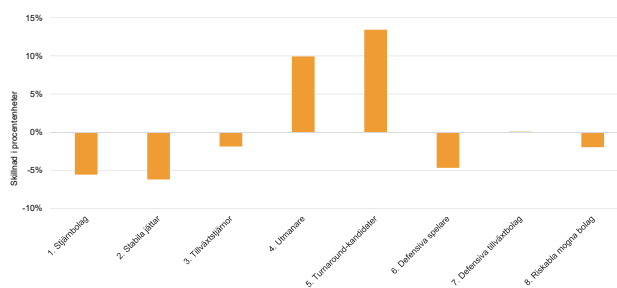
S&P 500 – antal bolag i olika kategorier



Källa: Bloomberg, Garantum

Om vi jämför skillnaden i antal bolag i de olika kategorierna ser vi att det finns fler utmanare och turnaround-kandidater lägre lönsamhet i breda Europaindex än i S&P 500.

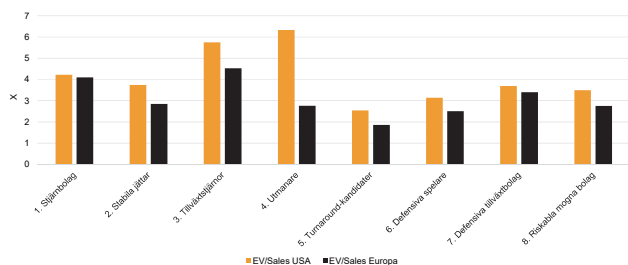
Skillnaden i antal bolag i olika kategorier mellan S&P 500 och STOXX 600



Källa: Bloomberg, Garantum

I breda Europaindex finns det fler utmanare och turnaround-kandidater än i S&P 500, vilket delvis kan förklaras av skillnaden i konjunkturutvecklingen mellan regionerna. Om vi marknadsviktat bolagen blir skillnaden ännu större, då stjärnbolagen och tillväxtstjärnorna väger tyngre i USA.

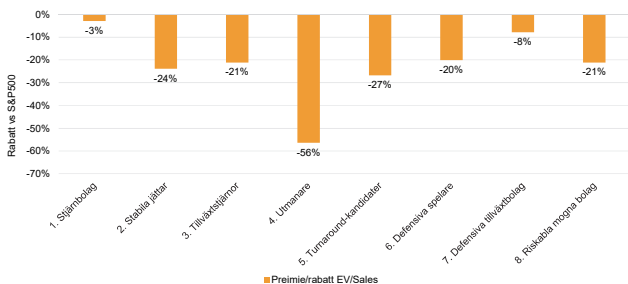
Värdering i de olika kategorierna



Källa: Bloomberg, Garantum

Skillnaden i värdering är stor mellan kategorierna. Om vi jämför bolagets totala värde med försäljningen (EV/Sales) ser vi att marknaden värdesätter tillväxt (kategori 1,3 och 4). Lönsamhet och risk premieras också men inte i samma utsträckning. Amerikanska aktier är dyrare än europeiska oavsett kategori.

Amerikanska aktier är generellt dyrare än europeiska, oavsett lönsamhet, tillväxt och risk



Källa: Bloomberg, Garantum

Stjärnbolag och tillväxstjättar tenderar att vara dyrare än övriga kategorier bland europeiska bolag, men det är stor spridning i värdering inom kategorierna. Vi försöker hitta bolag som uppfyller alla dessa kriterier och samtidigt handlar till vad vi bedömer som en låg värdering efter att ha gjort en djupare analys av bolaget.

Fuchs – ett billigt stjärnbolag

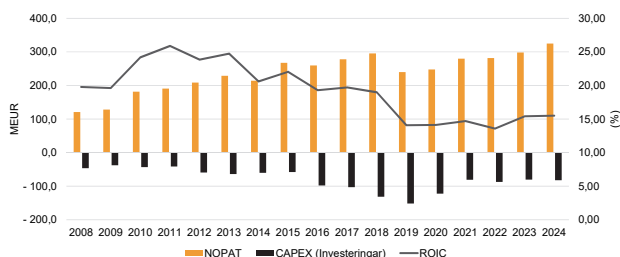
Ett exempel är det tyska specialsmörjmedelsbolaget Fuchs. Bolaget är familjeägt, har en duktig ledning som drivit bolaget under lång tid och har fått bolaget att konsekvent växa snabbare än marknaden.

Fuchs har idag en avkastning på investerat kapital (ROIC) på över 15 procent trots motvind från industriproduktionen. Den kan jämföras med bolagets kapitalkostnad (WACC) på cirka 8 procent, vilket indikerar att tillväxten är väldigt värdeskapande. Försäljningstillväxten har historiskt legat kring 6 procent per år sedan år 2000. Bolagets risk kan beskrivas med ett betavärde mot DAX på 0,6, en stark balansräkning med nettokassa samt en verksamhet som är betydligt mindre cyklisk och energipriskänslig än andra kemibolag.

Fuchs starka balansräkning i kombination med hög lönsamhet och en stark kassaflödesgenerering möjliggör även ytterligare tillväxt genom förvärv. Bolaget har historiskt lyckats mycket väl med förvärv i en väldigt fragmenterad marknad. På hållbarhetssidan investerar Fuchs i forskning och utveckling för att skapa avancerade smörjmedel och cirkulära teknologier. Fuchs satsar också på hållbarhet genom att utveckla produkter baserade på återvunna och biobaserade råvaror. Avancerade smörjmedel förlänger livstiden på en mängd olika produkter och Bolaget har gått från BB till A i MSCI hållbarhetsbetyg.

I skrivande stund handlar Fuchs till cirka 11x rörelseresultatet (EV/EBIT) och 1,4x omsättningen (EV/Sales), vilket är rabatt både mot bolagets egen historik, sektor peers och kraftig rabatt relativt andra europeiska stjärnbolag. Då är lönsamheten på investerat kapital dessutom tillfälligt nedtryckt. Fuchs har genomgått en ordentlig investeringsperiod mellan 2016 till 2020 för att modernisera och expandera produktionskapaciteten globalt.

Investeringar i att förbättra verksamheten och svag konjunktur har tryckt ner lönsamheten tillfälligt



Källa: Bloomberg

Detta har gjort att investerat kapital vuxit snabbare än vinsterna (NOPAT, dvs rörelsevinsten efter skatt), då vi efter investeringsperioden gick in i en betydligt svagare industrikonjunktur globalt sett, vilket hållit tillbaka vinsttillväxten. Det här är ett bolag som innan 2016 hade en ROIC på >20 procent. Bolaget är väl positionerade för att komma tillbaka till de nivåerna när industrikonjunkturen väl tar fart, till viss del drivet av de nya finanspolitiska stimulanserna. Stjärnbolag tenderar att också ha strukturella trender som bidrar till den högre tillväxten. Fuchs är väl positionerade för omställningen mot elbilar, elektrifieringen och regionaliseringen av produktionskapacitet. Det är dessutom intressant när ägarfamiljen och ledningen köper aktier i bolaget.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis ska ett bolag med >15 procent ROIC och 5-6 procent organisk försäljningstillväxt med lägre risk ska inte handla på EV/EBIT 11x med en FCF-yield på 6,3 procent. Det går att hitta stjärnbolag till låg värdering och det går att hitta bolag där det kan vara värt att ta risken för en ytterligare ekonomisk inbromsning. Allt kanske inte har förändrats i Europa men mycket ser långsiktigt bättre ut än på länge, samtidigt har den kortsiktiga turbulensen skapat en intressant inramning att köpa fina bolag till attraktiv värdering.

*Den här strategirapporten publicerades den 2 april 2025.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 31 mars 2025.*



ERIC KARLSSON

Eric Karlsson har över 8 års erfarenhet av bolagsvärdering och förvaltar fonderna Aktie-Ansvar Europa, Aktie-Ansvar Sverige 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 >](#)