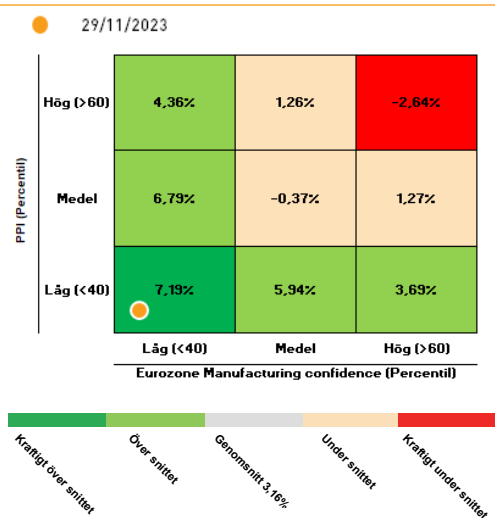


Tänka annorlunda – olika risk, optimism och tidsperspektiv

Hantering av risk är viktigt och i "Lika i Olika" beskrev vi hur vi tar ner och balanserar risken i aktieportföljen. Utöver risker förknippade med portföljnehav måste vi också ta hänsyn till risken att inte äga vissa bolag. Att gå miste om attraktiva investeringsmöjligheter är en risk som har stor påverkan på avkastningen över tid. För att minska risken att förbigå bra bolag lyfter vi blicken och analyserar bolagens kassaflöde, tillväxtpotentialer och risk på längre sikt och har då större chans att träffa rätt. Att tajma marknaden är svårt, men att hitta felprissatta bolag har blivit lättare i rådande marknadsläge och vi vet av erfarenhet att de bästa investeringarna ofta görs i oroliga tider.

Av naturliga skäl är det mycket fokus på makro och risk just nu. Ekonomin bromsar in, ränteläget har förändrats i den snabbaste takten någonsin samtidigt som det uppstått allt fler geopolitiska konflikter. Det vi vet av historiken är att vi gör de bästa investeringarna när det är mycket fokus på risker och mindre fokus på möjligheter.

Marknadscykelklockan- Stoxx 600 avkastning 6 månader framåt sedan 1993



Källa: Bloomberg, Garantum

Trots det spretiga konjunkturläget vi har just nu kan vi konstatera att bolagen är relativt pessimistiska och att aktiviteten är på relativt låg nivå. Om vi tittar på var vi befinner oss i termer av inflations- och tillväxtnix i Europa, står vi sannolikt inför högre avkastning än det historiska snittet kommande sex månader (bilden ovan). Vi har därmed gått från att ha en förväntad avkastning under snittet till att sannolikt få högre avkastning än

snittet. När ekonomin bromsar och bolagen är pessimistiska inför framtiden har du historiskt haft bäst odds att göra en bra affär i aktiemarknaden över kommande sex månader. När det är oroligt sänker vi förväntningarna vilket gör det lättare för bolagen att slå dem på sikt. Detta är såklart en mycket förenklad modell. På kort sikt kan mycket hända, men på lång sikt kommer lönsamma bolag som växer på ett värdeskapande sätt och till en rimlig risk sannolikt också generera en bra avkastning till aktieägarna. I alla fall när aktieägarna kan köpa de här bolagen till rimliga värderingar.

Det är inte lätt att orka lyfta blicken. I "Allt annat än lika" beskriver vi vad som motiverar en högre värdering. På längre sikt är det bolagens kassaflöde, tillväxtpotentialer och risk som spelar roll, inte om centralbanken höjer ytterligare 25 räntepunkter eller inte. Det är lätt att måla upp risker just nu som lågkonjunktur, geopolitisk risk, energikris, fastighetskris, skuldskris med mera. Att hantera risk är viktigt och i förra strategirapporten beskrev vi hur vi tar ner och balanserar risken i aktieportföljen. Att gå miste om attraktiva investeringsmöjligheter är också en risk, som dessutom har stor påverkan på avkastningen över tid.

Finanspolitiken gasar på medan penningpolitiken försöker bromsa, vilket gör att vi bromsar långsammare än normalt och inflationen har bitit sig kvar längre än väntat. Vi befinner oss tydligt i en inbromsning, men hur den prissätts på aktiemarknaden skiljer sig beroende på sektor. Vi skrev i maj om hur vi överviktat försiktigare sektorer i Aktie-Ansvar Europa, vilket har hjälpt till att hålla emot till viss del när marknadsklimatet svalnat. Samtidigt uppstår det mycket spännande möjligheter till bra affärer i en lite stökigare marknad. Många bolag inom industri och teknik har blivit betydligt billigare sedan den senaste strategirapporten. Det är en avvägning mellan att vara defensiv kortsiktigt och att investera för att generera en god riskjusterad avkastning på sikt.

När vi letar investeringar gäller det att hitta möjligheter där vår bedömning är annorlunda än marknadens och vi har högre sannolikhet att ha rätt.

Vi måste både tänka annorlunda och ha rätt

	Konsensus	Inte konsensus
Rätt	 Snittavkastning	 Bra avkastning
Fel	 Ingen klandrar dig	 Alla klandrar dig

Källa: Bloomberg

När det gäller aktier måste vi våga tänka annorlunda och försöka ha mer rätt än fel över tid.

Riskerna vi oroar oss för

Kortsiktigt kan vi dela in riskerna för aktiemarknaden inför 2024 i tre delar. Hårdare inbromsning i efterfrågan än väntat. Risk för lägre marginaler och slutligen värderingsrisk.

Hårdare inbromsning

Inbromsningen är olika hård i olika regioner och sektorer, men inflationen lurar oss lite, då volymerna inte är på några utmanande nivåer. I Europa är volymerna lägre än år 2019 och fortfarande år 2008 för den delen.

Industriproduktion i Eurozonen - Volym



Källa: Bloomberg, Garantum

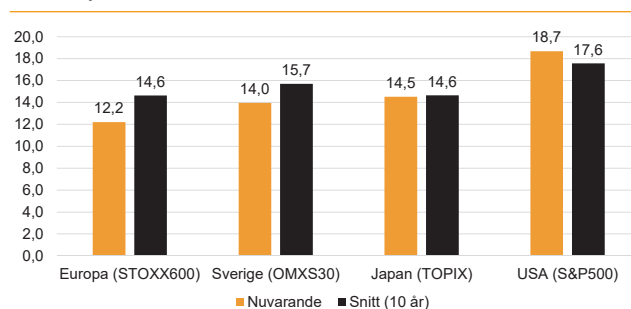
Lägre marginaler

Lagernivåerna är höga inom vissa industrier och marginalerna är historiskt höga vilket såklart skapar oro ifall vi får en hårdare inbromsning.

Värderingen

Värderingen av europeiska bolag återspeglar dock i stor mån oron för en hårdare inbromsning och fallande marginaler och är inte utmanande ur ett historiskt perspektiv medan amerikanska aktier är relativt högt värderade.

Tabell P/E-tal vs historia

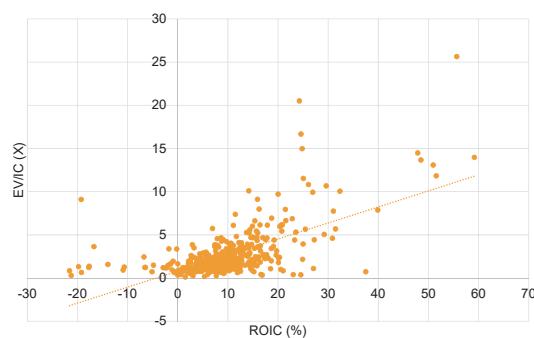


Källa: Bloomberg, Garantum

Det är stor skillnad mellan olika sektorer och bolag också. Vad värdesätter marknaden? I strategirapporten "Allt annat än lika" beskriver vi hur vi ser på kvaliteten. De tre parametrarna:

1. hög och stabil lönsamhet
2. hög värdeskapande tillväxt
3. lägre risk

Marknaden värderar bolag med högre lönsamhet högre

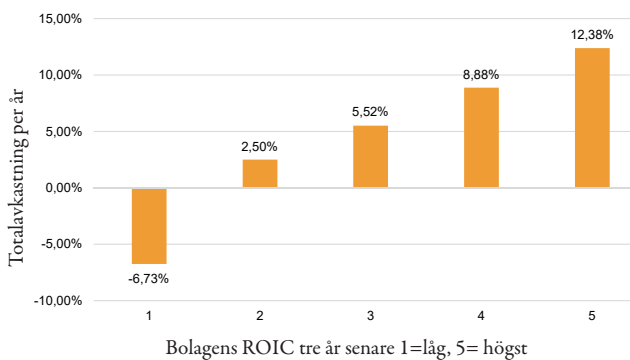


Källa: Bloomberg, Garantum

I "Allt annat än lika" förklarade vi varför vi gillar lönsamma bolag och avkastning på investerat kapital (ROIC) som mått på lönsamhet. Om ett bolag har en avkastning på investerat kapital som är högre än avkastningskravet från investerare blir varje krona som investeras i bolaget värt mer än en krona i marknaden. Bolagets marknadsvärde inklusive skulder (EV) i förhållande till investerat kapital (IC) speglar till stor del skillnaden mellan avkastningen på investerat kapital och kapitalkravet från investerare (WACC).

Vi fokuserar på avkastning på investerat kapital. Den framtida lönsamheten avgör till stor del vilken totalavkastning du får på aktien.

Kristallkula-portföljen senaste tre åren:



Källa: Bloomberg, Garantum

Hade vi för tre år sedan haft en kristallkula som talat om hur bolagens ROIC skulle komma att bli hade vi fått bättre avkastning ju bättre lönsamhet. (1=20% av bolagen med sämst ROIC, 5=topp 20%).

Lönsamma bolag tenderar att fortsätta vara det

	5	4	3	2	1
5	25,0%	28,1%	11,4%	19,3%	17,0%
4	11,4%	22,5%	28,4%	23,9%	13,6%
3	30,7%	19,1%	15,9%	15,9%	18,2%
2	17,0%	15,7%	21,6%	19,3%	26,1%
1	15,9%	14,6%	22,7%	21,6%	25,0%

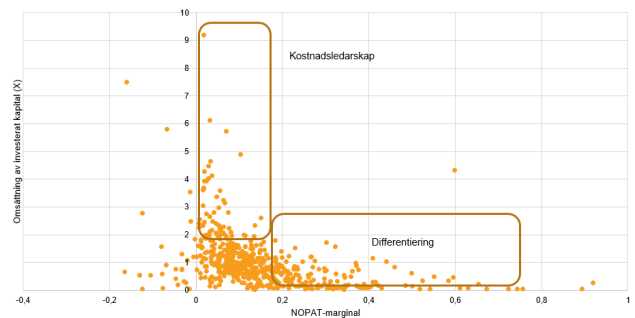
Källa: Bloomberg, Garantum

Om vi tittar på de senaste tre åren för bolagen i Stoxx 600 ser vi att lönsamma bolag i hög utsträckning tenderar att fortsätta vara det. Det finns flera studier som har observerat lönsamhet över tid i olika marknader och kommit fram till ännu starkare samband än ovan.

Hur kan vi identifiera bolag med potential att ha högst ROIC?

ROIC kan brytas isär i marginal och omsättningshastighet. Då är det lätt att urskilja bolag som sticker ut.

Det är få bolag som sticker ut i Europa



Källa: Bloomberg, Garantum

Bolag med hög marginal tenderar att ha en differentieringsstrategi (ovan) medan bolag med väldigt hög omsättningshastighet och lägre marginal tenderar att fokusera på kostnadsledarskap (ovan).

Det är få bolag i Europa (Stoxx 600 ovan) som sticker ut, vilket gör det till en väldigt spännande marknad för aktiv förvaltning där vi kan undvika bolagen som aldrig kommer uppnå en attraktiv lönsamhet på investerat kapital.

Bolag med differentierade produkter och strategi tenderar att ha högre inträdesbarriärer. På så sätt bibehåller de sin höga lönsamhet och genererar en totalavkastning som är högre än index till aktieägarna.

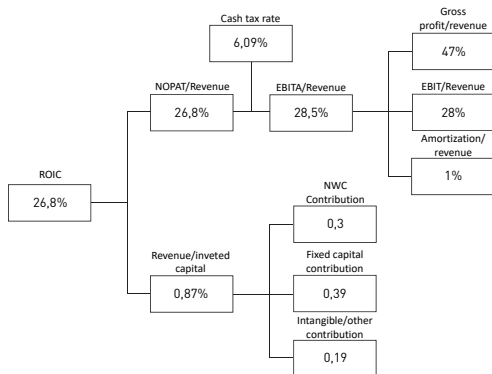
Det går att bryta isär avkastningen på investerat kapital ytterligare för att få en bättre bild av verksamheten. För att illustrera det kan vi ta ett exempel på ett bolag vi äger i Aktie-Ansvar Europa, STMicroelectronics (ST).

Lågt ställda förväntningar

STMicroelectronics tillverkar halvledare åt bilindustrin, industri och konsumentelektronik. Produkterna består av mikrokontroller, krafthalvledare och sensorer.

För att snabbt få en överblick över ett bolag kan man bryta isär avkastningen på investerat kapital på följande sätt.

Nedbrytning av ROIC



Källa: Bloomberg, Garantum

STMicroelectronics har mycket hög avkastning på investerat kapital. Bryter vi isär ROIC i marginal och omsättningshastighet syns det att bolaget har en differentieringsstrategi med hög NOPAT-marginal (Net Operating Profit After Tax). Bryter vi isär marginalen ytterligare ser vi att bolaget har en hög bruttomarginal vilket är en indikation på att bolaget har en differentierad produkt som är viktig för slutkunden. Detta är extra viktigt i en miljö med högre inflation, då det är en bra indikator på bolagets förmåga att höja priset och därmed försvara sin marginal. ST har även en mycket hög rörelsemarginal.

Tittar vi på hur effektivt bolaget utnyttjar sina tillgångar och hur många försäljningskronor bolaget genererar på det investerade kapitalet är det också relativt högt. Bryter vi ner det ytterligare kan vi se att kapitalet bolaget behöver för att driva verksamheten är jämt fördelat mellan sysselsatt kapital (det kapital som krävs i verksamheten), fast kapital (fastigheter, fabriker och utrustning) och immateriella tillgångar (patent, goodwill etc).

När vi bildat oss en uppfattning om hur bolaget ser ut idag är nästa steg att bilda oss en uppfattning om hur bolaget sannolikt kommer se ut i framtiden och efter det skapa oss en uppfattning om vad bolaget är värt. Efter det kan vi göra en känslighetsanalys av hur värdet på bolaget förändras givet olika framtida scenarion.

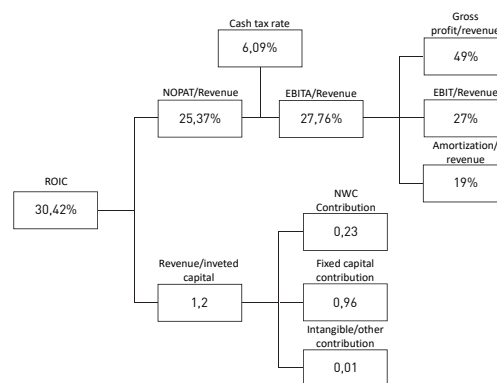
Oro för bilindustri och mycket svag efterfrågan från konsumentelektronik, tillsammans med en generell oro för konjunkturen har lett till lågt ställda förväntningar på STMicroelectronics.

Varför är ROIC om några år avgörande?

Ett sätt att försöka skapa ett övertag gentemot andra investerare är att ha en annan investeringshorisont. Det är mycket fokus i marknaden på kortsiktiga rörelser och nästa kvartal vilket vi såklart måste ta hänsyn till för att utvärdera att bolaget är på rätt kurs. Det är dock viktigt att inte missa spännande investeringsmöjligheter för att man tittar på fötterna istället för framåt.

Om vi tar marknads förväntningar och räknar på vilken lönsamhet ST skulle ha 2026:

ROIC om tre år



Källa: Bloomberg, Garantum

Trots våra relativt försiktiga förväntningar tror vi ST kommer ha högre lönsamhet på investerat kapital om 3 år. Marknaden har just nu betydligt mer pessimistiska förväntningar. (Se appendix). Marginalen ska sannolikt ner men inte så mycket som marknaden förväntar sig. Samtidigt kommer sannolikt effektiviteten på investerat kapital öka efter en tung investeringsperiod vilket kommer leda till en högre ROIC.

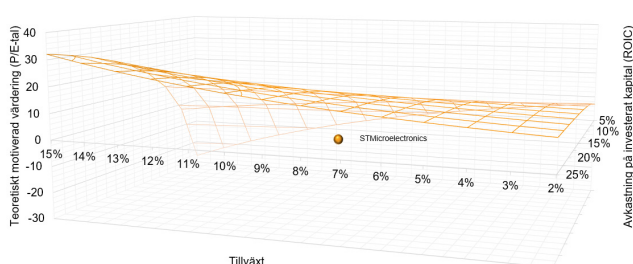
Delta kvalitet

Vår bedömning är att det kan vara för lågt ställda förväntningar givet den medvind som bolaget har över de kommande tre åren och den motvind som marknaden förväntar sig i närtid. Motvinden i närtid tar vi hänsyn till i bolagets risk. Eftersom halvledarbranschen är cyklisk och risken därmed högre lägger vi på en riskpremie för det. Men marknaden prissätter ST som att de ska tillbaka till historisk lönsamhet, trots att bolagets produktmix skiftar relativt snabbt just nu från lägre marginalprodukter till att sälja hela system där marginalen är högre. Delar av verksamheten så som konsumentelektronik befinner sig redan i ordentlig svacka.

Det är tydligt att bolaget har en värdeskapande tillväxt. ROIC är betydligt högre än avkastningskravet från investerarna. ST växer med över 7 procent organiskt och har potentialen att växa ännu snabbare än så. Vilket över tid skapar stort aktieägarvärde.

Nu har vi alla delar vi behöver, lönsamhet, värdeskapande tillväxt och risk, för att bilda oss en uppfattning om bolagets värdering.

ROIC och tillväxt tillsammans med risk avgör värderingen:



Källa: Bloomberg, Garantum

All form av företagsvärdering involverar en mängd antaganden. Vårt mål är att hitta bolag där nuvarande antaganden som ligger i aktiekursen är för pessimistiska. Kortsiktig turbulens kan vara en fördel. Det är betydligt lättare att hitta bolag som kan generera en mycket attraktiv avkastning till aktieägarna över kommande tre år trots mycket konservativa antaganden om framtida lönsamhet, tillväxt och risk. När marknaden redan prissätter ett negativt utfall i ett bolag är bågen hårt spänd ifall resultatet skulle bli lite bättre än marknaden förväntar sig.

Normalt hade vi varit väldigt oroliga och sålt all halvledarexponering givet halvledarcykeln, men den här gången kan det vara annorlunda, på grund av den ojämna inbromsningen och pandemieffekter, vilket potentiellt är en möjlighet, men såklart också en risk som vi bevakar noga.

Uppsidan är stor ifall inbromsningen blir mjuk och nedsidan sannolikt begränsad givet en standardavvikelse lägre värdering än historiskt (senaste fem åren). ST är ett cykliskt tillväxtbolag men med hög kvalitet. Bolaget har ett attraktivt fritt kassaflöde till aktieägarna (FCF-yield) motsvarande 7,45 procent.

Att tjäna marknaden är svårt men att hitta attraktiva investeringsmöjligheter har blivit lättare

I ett osäkert marknadsläge där vi sannolikt befinner oss sent i cykeln är vi mer defensivt positionerade i Aktie-Ansvar Europa. Vi har nämnt Sonova som ett case tidigare och andra exempel på defensiva tillväxtbolag vi äger är Fagron och Intertek. Vi måste dock vara ödmjuka inför att inbromsningen kan bli betydligt mjukare än väntat. För att positionera oss för att leverera även i ett mer positivt scenario måste vi också ha innehav med lite högre risk. STMicroelectronics är ett exempel på ett cykliskt tillväxtbolag med betydligt högre risk men också en betydande avkastningspotential.

Vi kan inte förutspå framtiden, men vi kan se till att positionera oss för att ha odds på vår sida och förhoppningsvis göra mer rätt än fel över tid. För att kunna leverera en bättre riskjusterad avkastning än index måste vi göra något annorlunda. Vilket innebär att vi under perioder kommer att gå lite sämre än index för att i andra perioder förhoppningsvis ta igen det med råge.

Sammanfattning

Om vi äger bolag som vi tror kommer vara mer lönsamma än marknaden tror, samtidigt som de växer snabbare än övriga bolag och vi nu dessutom kan köpa dem till en rimlig värdering, har vi i alla fall skapat oss goda förutsättningar för att leverera en bra riskjusterad avkastning över de kommande åren, oavsett hur oroligt det än må kännas just nu. Att gå miste om attraktiva investeringsmöjligheter är också en risk och historiskt är det i oroliga tider vi gör de bästa investeringarna.



ERIC KARLSSON

Eric Karlsson har över 7 års erfarenhet av bolagsvärdering och förvaltar fonderna Aktie-Ansvar Europa 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 >](#)