

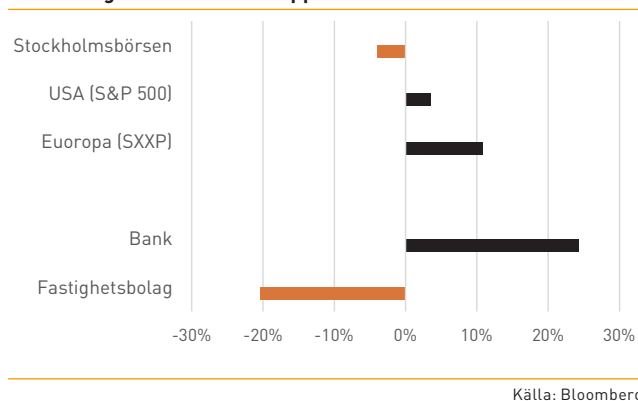
The empire strikes back

Inriktningen den nya amerikanska administrationen valt har skapat stor osäkerhet. Den tillväxtvänliga agenda många hoppats på lyser med sin frånvaro. Det gör även budgetnedskärningar... trots DOGE. Fokuseringen på USA riskerar skymma Europas kraftsamling som kommer leda till ökad tillväxt och en bättre konjunktur. Den närmaste tiden blir sannolikt volatil men snart börjar marknaden leta efter vad som kan gå rätt snarare än vad som kan gå fel. Välj Europa före USA och var beredd på även positiva nyheter.

Tillbakablick

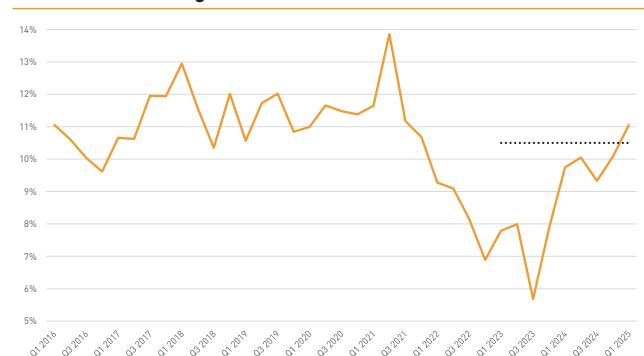
I början av oktober kom förra strategirapporten där frågan var om vi stod inför en lågkonjunktur eller om ekonomin skulle visa sig motståndskraftig. Trots att Trump med stor sannolikhet skulle vinna presidentvalet visste vi föga vad som väntade. Då osäkerheten var stor förordades en försiktig strategi eftersom USA, och därmed världskonjunkturen, stod inför utmaningar oavsett administration. Till mångas besvikelse har tillväxtinitiativen lyst med sin frånvaro och tullar hamnat i fokus. Vår oro var befogad då den svenska börsen backat 4% sedan förra rapporten. Att förutspå den politiska utveckling är dock inget vi kan ta äran för. Vår oro baserades i stället på svaghet för de heta amerikanska teknikaktierna, Mag 7, samt en allmänt hög värdering. Märkligt nog var Sverige den enda börs som gick ner under perioden. S&P500 steg faktiskt med 3,5% och Europa var den stora vinnaren med en uppgång på 10,8%. Dessa siffror är dock i lokal valuta. Då den svenska kronan stärkts under perioden är skillnaderna i SEK mindre. Sedan årsskiftet har den amerikanska dollarn tappat drygt 12% mot SEK. Noterbart är att svensk bank klarat sig väldigt väl med en uppgång på drygt 24% samtidigt som fastigheter tappat över 20%.

Utveckling sedan senaste rapporten



I vår senaste rapport rekommenderades två aktier som på egna meriter skulle kunna ha en god utveckling. Bolagen var Nolato och SCA. I Nolato's fall ansåg vi att marknaden underskattade den omstrukturering bolaget gjort under senare år. Nolato har dragit sig ur vissa marknadssegment och optimerat sin produktionsstruktur. Marknaden trodde då att Nolato's EBITA marginal för 2025 skulle uppgå till 10,5% men redan nu efter första kvartalet har bolaget nått 11%.

Nolato EBITA-marginal



Källa: Akite-Ansvar

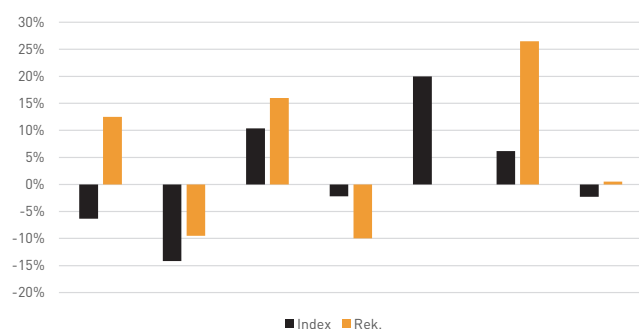
Förväntningarna på Nolato har givetvis stigit men vi tror att det finns mer att ge. Bolaget är på rätt väg och utökade affärer med bland annat Novo Nordisk kommer gynna Nolato framöver.

Vårt andra bolagsval var SCA där vi såg möjligheter till en stabil utveckling i en orolig omvärld. Bolaget handlades under substansvärde och till och med under värdet på enbart skogsinnehavet. Aktieköpare fick med andra ord massa- och industrirorelsen på köpet. Vår tes har dock inte materialiserats som tänkt. Det handelskrig som utbrutit mellan USA och resten av världen hotar konjunkturen och har fått massapriset på fall. Trots att konkurrenten Stora Enso nyligen sålde 12% av sitt skogsinnehav, och

därmed bekräftar det bokförda värdet på skogen, vill inte aktien lyfta. Marknaden fokuserar mer på vinstmomentum och mindre på substansvärdering. På dagens nivåer finns ett avsevärt värderingsstöd då bolaget handlas till 85% av substansvärdet. Enbart skogsinnehavet är värt mer än aktiekursen antyder. Det är lågt för att bolag som ändå tjänar över 5 md trots att branschen befinner sig i en lågkonjunktur.

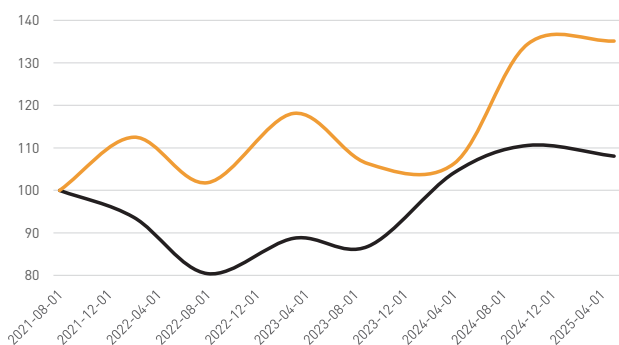
Utvecklingen för de två förslagen Nolato och SCA var +11% resp. -10%. Hade man köpt båda aktierna hade den sammantagna utvecklingen varit +0,5%. Mager utveckling men ändå något bättre än börsen som backat. Första gången vi presenterade två bolag var i augusti 2021. Sedan dess har varje rapport innehållit två aktier som lyfts fram av olika anledningar. Bäst utveckling har defensiva Essity haft som steg hela 32%. Sämst utveckling har Nibe haft som föll 30%. Lyckligtvis rekommenderades Hexagon vid samma tillfälle vilket begränsade fallet i den totala avkastningen. Hexagon steg nämligen exakt lika mycket, 30%, som Nibe föll. Det visar tydligt på fördelen med diversifiering. I det här fallet endast två aktier, vilket i en verklig portfölj givetvis är för lite, men principen är densamma. Fallet i en aktie vägs upp av uppgången i en annan.

Index vs. rek.



Källa: Aktie-Ansvar

Index vs. rek.



Källa: Aktie-Ansvar

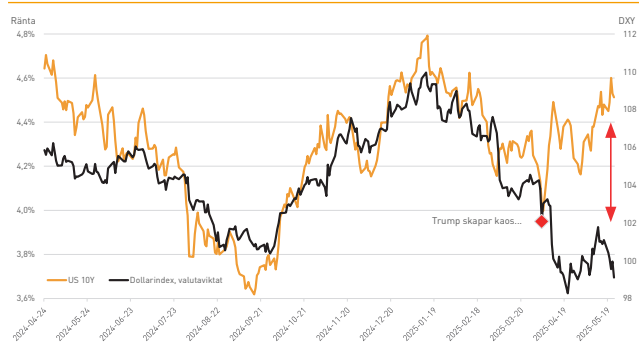
Sedan starten i augusti 2021 har en portfölj av de två aktierna som lyfts fram stigit 35%. Börsen har under samma period ökat 8% inklusive utdelning. Det ska dock poängteras att ingen portfölj ska innehålla endast två aktier utan vara betydligt mer diversifierad än så. Att hela tiden jämföra sig med index är inte heller alltid det rätta. Med det sagt är en jämförelse med börsen det enklaste och mest lättförståeliga man kan göra och ett sätt, om än med brister, att utvärdera bolagsvalen.

Världsläget

Makroläget är svårare än vanligt då mycket hänger på vad USA, dvs Trump-administrationen, kommer att göra. Beslut och utspel verkar komma mer eller mindre stokastiskt vilket inte gör saken lättare. Men trots att det verkar vara kaos har Trump-administrationen en agenda. En agenda som går ut på att återställa USA:s storhet från fornstora dagar. Detta ska bland annat ske via en ny aggressiv handelspolitik. Och här har presidenten gått fram i en rasande fart. Donald Trumps presidentskap har inneburit en av de mest dramatiska och omvälvande omläggningarna av USA:s handelspolitik i modern tid. Den nya kursen representerar ett medvetet och tvärt brott med den konsensus som präglade både republikanska och demokratiska administrationer sedan andra världskrigets slut. En konsensus som förespråkade globalisering, öppenhet och multilaterala avtal som vägen till ökat välstånd. I stället för att se internationell handel som ett spel där alla kan vinna anammade Trump-administrationen en utpräglat nationalistisk och protektionistisk agenda under den kraftfulla parollen "America First". Denna ideologi betraktar världshandeln som en arena för en stenhård konkurrens mellan nationer, ett nollsummespel där ett lands vinst med nödvändighet är ett annat lands förlust. Ett merkantilistiskt synsätt skulle man kunna säga. Det övergripande målet är att vända, vad Trump beskrev som, decennier av förfall för amerikansk industri. Specifikt syftar politiken till att drastiskt minska USA:s stora och ihållande handelsunderskott, som anses vara ett direkt bevis på att andra länder utnyttjar USA. Genom att införa tullar och omförhandla avtal skyddas landets industrier och därigenom återförs förlorade arbetstillfällen. Centralt är därför att aggressivt omförhandla rådande handelsavtal vilka stämplas som "orättvisa" och dåligt förhandlade, i syfte att säkra "bättre deals" för den amerikanska arbetaren och nationen som helhet. Att det kan finnas orättvisor i handelsvillkoren bland olika länder och regioner säger sig självt. Men att USA skulle kunna återföra "förlorade" arbetstillfällen i någon större omfattning är tveksamt. I alla fall om man vill ha samma välstånd som tidigare. Skapa arbetstillfällen är lätt jämfört med att skapa en högre levnadsstandard för alla.

Marknaden verkar inte helt övertygad av den politik som Trump hittills lagt fram. Skattesänkningar, avregleringar och tullar var vi lovade. Och givetvis i den ordningen. En framåtlutad tillväxtagenda med andra ord. Till dags dato har tullar varit det enda vi har fått. Tullar högre än någon kunnat förutspått. I stället för styrka har Trumps politik inneburit svaghet. Räntorna har stigit och dollarn har fallit. Ett tecken på att kapitalet lämnar USA.

US 10y vs. dollarindex, valutaviktt



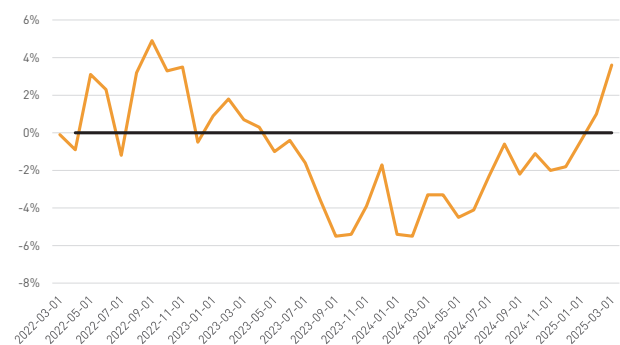
Källa: Bloomberg

Förtroendegapet har alla möjligheter att fortsätta växa framöver. Det budgetförslag som lagts fram innebär att statsskulden fortsätter växa i en takt som börjar bli bekymmersam. Elon Musks försök att sänka utgifterna har visat sig fruktlösa. Det börjar till och kännas som att administrationen själva tonar ned besparingarna för att i stället fokusera på tillväxtmöjligheterna. Med andra ord växa sig ur problemet. Det är naturligtvis teoretiskt möjligt men knappast troligt med det kaos och den osäkerhet som råder nu. Det verkar inte heller råda någon brist på nya områden där osäkerhet kan införas. Ett exempel på det är att budgeten innehåller ett förslag (section 899) som innebär att USA ska kunna straffbeskatta utländska investerare för finansiella placeringar i USA om USA anser att landet agerar på ett sätt som missgynnar amerikanska företag. Det kan vara att ha en för låg bolagsskatt, och därmed locka amerikanska företag, eller den digitala skatt som Frankrike infört på sociala medier. Det gynnar knappast USA.

Om framtiden i USA verkar osäker har Trump trots allt lyckats ena resten av världen och Europa i synnerhet. Med hot om att dra sig ur Nato har de europeiska ledarna till slut tagit sig samman och insett att vi inte kan lita på, och vara beroende av,

vår amerikanska partner. Det har inneburit att ett flertal länder inlett en tillväxtagenda där försvar och infrastruktur står högt upp på listan. Enbart Tyskland har redan klubbat igenom förslag som innebär investeringar på upp till 1 000 miljarder euro och fler länder följer. Det här kommer vara gynnsamt för våra svenska och europeiska industriföretag som de senaste två åren haft en svag konjunktur.

EU, industriproduktion y/y



Källa: Bloomberg

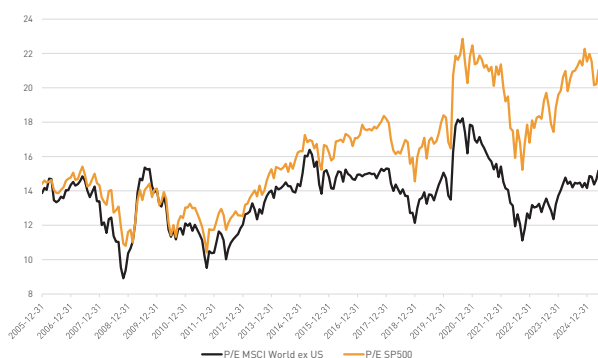
Industriproduktionen har de facto visat negativ tillväxt från maj 2023 till februari 2025. Räknet i volym är det inte ovanligt att industriföretag befinner sig på samma nivå som 2017-2018. Här finns en rejäl återhämtningspotential om alla dessa satsningar kommer i gång. Och då är Europa i pole position.

Vad händer på aktiemarknaden?

I en osäker värld brukar risktillgångar som aktier inte utvecklas väl. Och denna gång verkar världen vara osäkrare och mer oberäknelig än på länge. Trots det handlas börserna nära eller på all time high nivåer. Det kan verka märkligt men börserna har som alltid en förmåga att fokusera på framtiden och marknaden gör idag bedömningen att de närmaste 6-12 månaderna kommer utvecklas bättre. Det är inte en orimlig hypotes. Vi börjar så sakta vänja oss med Trumps olika utspel och fakta är att mycket skjuts upp och fungerar mer som ett hot än något annat. Det är redan idag uppenbart att handeln och därmed tillväxten kommer bli lägre än vi trodde men frågan är om det kommer förvärras. Marknaden tolkar det för tillfället inte så. Dessutom är en vapenvila i Ukraina inte omöjlig vilket skulle vara mycket positivt för åtminstone Europa. På grund av den turbulenta inledningen på året kommer placerarna med största säkerhet vara tämligen förlåtande till eventuella avvikelser från tidigare prognoser. Fokus kommer ligga på framtiden och då närmast nästa år när bolagen förhoppningsvis har bättre visibilitet.

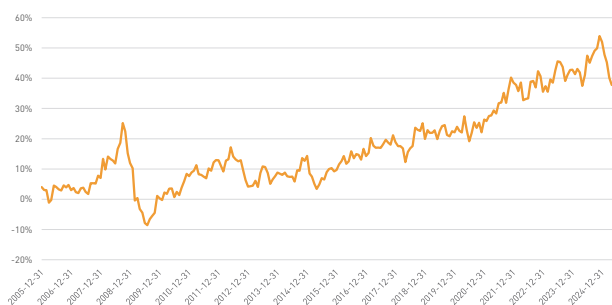
Men det sagt kommer dagens osäkerhet och USAs nya kurs att sätta spår i finansmarknaden. Allt annat vore märkligt. USA har den djupaste och bredaste kapitalmarknaden i världen, ett fungerande rättssystem och är en demokrati. Lägg till att dollarn är världens reservvaluta så förstår man att USA börserna värderas med en premie jämfört med övriga världen.

P/E världsindex exkl. USA vs. P/E S&P 500



Källa: Bloomberg

Premie USA vs. världen



Källa: Bloomberg

För 20 år sedan värderades USA i linje med resten av världen men efter framväxten av sociala medier och iPhones födelse började värderingarna dra isär. Nollrättepolic och AI-revolutionen eldade på skillnaden ytterligare. I slutet av 2024 var premien rekordhöga 52%. Idag har den fallit till strax under 40%. USA har onekligen många anastående företag som ligger i framkant i sina respektive branscher och förtjänar en premie men den politiska instabilitet Trump fört med sig har en kostnad. Åtminstone i det korta perspektivet. USA börserna värderas till ett P/E-tal strax över 20 för 2025. Det inkluderar en prognostiserad vinstökning på 9% i år. Huruvida det kommer visa sig

korrekt är tveksamt. Ingen vet exakt hur tullarna kommer påverka företagen eller konsumenten och börjar analytikerna sänka vinstprognoser är värderingen ännu högre. Lägg till en amerikansk ränta som kan stiga på grund av både inflationen och skuldproblematik och du får en ogynnsam utgångspunkt. Politisk oro kan dock snabbt gå över men att den amerikanska administrationen skulle ändra kurs redan nu är osannolikt. Detta begränsar sannolikheten för att vinstökningarna ska överraska positivt eller att vi ser en fortsatt multipelexpansion. Det torde leda till en dämpad börsutveckling i USA.

I resten av världen, och Europa i synnerhet, är utgångspunkten dock en helt annan. Konjunkturen har varit svag och volymutvecklingen i industrin dämpad. Efter pandemin kom kriget i Ukraina som ledde till en energikris och större återhämtningen. Hushållen är försiktiga trots rekordhöga sparkvoter. Det här har alla möjligheter att förbättras då staterna kommer spendera oerhörda belopp på både försvar och infrastruktur. Investeringsboomen kommer hålla i sig en längre period och stärka konjunkturen och arbetsmarknaden. Detta i kombination med en rimlig värdering gör att Europa ser betydligt bättre ut. Och det har även marknaden så sakta upptäckt. De sista fem åren har kapitalet fullkomligt strömmat in i amerikanska aktier då alla vill vara med på AI-tåget. Europa, tillsammans med andra regioner och länder, har faktiskt haft utflöden. Men nu verkar vi ha ett litet trendbrott. Europas aktiemarknader har under 2025 sett dom största inflödena på över 10 år och på kort sikt betyder flöden allt.

Aktiemarknaden är alltid svår att förutspå men idag finns det fler frågetecken än vanligt och ingen har några bra svar. Inte ens företagen själva vet hur framtiden kommer se ut. Osäkerheten och de tvära kasten i USAs handelspolitik har medfört att den data vi ser nu, och sannolikt de närmste kvartalen, inte nödvändigtvis betyda så mycket för den större bilden. Att förändra leverantörsled för industrier som fungerat i decennier tar lång tid. Men att Trump skulle vilja gå till historien som den som sänkte USA verkar också osannolikt. Förr eller senare måste vi landa i något som fungerar och är stabilt och frågan är om inte marknaden snart börjar leta efter saker som kan gå rätt snarare än undra vad som kan bli värre. Vi är inte där än men efter sommaren borde pusselbitarna falla på plats. Oavsett vilket bör man favorisera Europa över USA. Hur man än vänder och vrider på det drabbas USA mest av det som nu sker. För Europa finns i stället konkreta ljusglimtar att ta fasta på.

Även om det ser ljus ut för europeiska aktier på sikt kommer den närmaste perioden kunna innehålla mycket dramatik. Rapporterna för Q2, som kommer i juli/augusti, kommer vara kraftigt påverkade av tullkriget och dollarförsvagningen. Det kommer också spilla över på Q3 vilket gör att hela det här året blir minst sagt annorlunda.

Att situationen kan förändras helt över en helg gör inte saken lättare. Därför har vi valt två aktier som borde kunna utvecklas väl på egna meriter. Det ena är ett mindre konsumentbolag som gynnas av en svag dollar medan det andra är ett stabilt företag inom livsmedelsindustrin.

Revolution Race

Revolution Race grundades 2014 och specialiserar sig på att designa, tillverka och sälja multifunktionella och prisvärda friluftskläder. Deras claim to fame är högkvalitativa friluftskläder till överkomliga priser och med en mer färgstark design än traditionella alternativ. Förutom kläder har man på senare år expanderat till skor, ryggsäckar och andra accessoarer. Aktien noterades sommaren 2021 och priset var 75 kr per aktie. Efter en initial kursuppgång började aktien, och hela börsen, falla tillbaka. Idag kostar aktien 44 kr. Att aktien backat säger mer om värderingen och börsklimatet vid noteringen än om utvecklingen för bolaget. En P/S-multipel på dryga 10 är svårt att leva upp till.

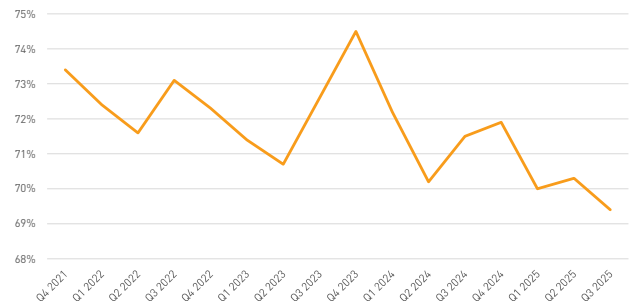
RVRC, aktieutveckling



Källa: Bloomberg

Idag är situationen dock annorlunda. Försäljningen sedan 2020 har mångdubblats och värderingen har fallit. Samtidigt har lönsamheten varit överraskande god och uthållig. En stor del av framgången ligger i deras direkta försäljningsmodell (D2C – Direct to Consumer) som primärt sker via deras egen webbutik. Man har inga egna butiker och säljer marginellt via andra marknadsplatser såsom Amazon. Modellen har lett till en imponerande bruttomarginal runt 70%.

RVRC, bruttomarginal



Källa: Bloomberg

Trots redan höga marginaler har Revolution Race medvind från dagens valutarörelser. Bolaget säljer i princip allt i Europa medan inköpen sker i Asien och i USD. En svag dollar kan således stärka den redan starka bruttomarginalen. Det syns inte nu eftersom dagens produkter köptes in långt tidigare men till hösten bör valutarörelsen börja synas. Den finansiella ställningen är god och bolaget är skuldfritt med en nettokassa. Med en förbättrad europeisk konjunktur borde även hushållen känna sig bättre tillmöds och öka sin konsumtion efter att hållit tillbaka sedan pandemin. Då torde Revolution Race ligga bra till. Det finns ett visst överhäng av aktier då riskkapitalbolag fortfarande äger 15%. En utförsäljning skulle tillfälligtvis pressa kursen men det är sannolikt ett köpläge snarare än något annat.

AAK

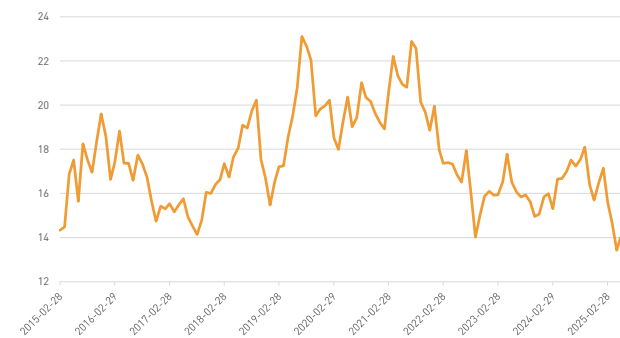
AAK, tidigare AarhusKarlshamn, är ett medelstort bolag och underleverantör till i huvudsak livsmedelsindustrin. Bolaget är specialiserade på att utveckla och producera växtbaserade oljor och fetter som fungerar som ingredienser i en mängd populära konsumentprodukter. Deras produkter syftar till att göra livsmedel godare, hälsosammare och mer hållbara. AAKs produkter finns i choklad, glass, mat samt hudvårdsprodukter och modersmjölkersättning. Koncernen är uppdelade i tre affärsområden:

- Food Ingredients. Tillverkar alla tänkbara oljor och fetter till livsmedelsindustrin inkl. bagerier, mejerier och detaljhandeln. Här ingår även produkter för specifika näringsbehov såsom modersmjölkersättning. Står för 57 % av rörelseresultatet.

- **Chocolate & Confectionery Fats.** Detta affärsområde fokuserar på specialfetter för choklad- och konfektyrindustrin. De tillhandahåller bland annat kakaosmörs substitut (CBRs), fyllningsfetter och andra specialfetter som bidrar till chokoladens konsistens, smältpunkt och stabilitet. Står för ca 39% av rörelseresultatet.
- **Technical Products & Feed.** Här återfinns allt som inte är avsett för mänsklig konsumtion. Det är fetter och ingredienser som går till industrin eller djurfoder. Affärsområdet står för 4% av rörelseresultatet.

AAK har varit lite av en favorit bland småbolagsfonder men nu verkar intresset ha svalnat. Givet bolagets starka utveckling beror det nog snarast på att intresset för småbolag och börsen som helhet har dämpats.

AAK EV/EBIT



Källa: Bloomberg

Värderingsmässigt handlas AAK på 10-årslägsta. Detta trots att rörelseresultatet nästan dubblats sedan bolaget värderades som högst. Ett problem för marknaden är att omsättningen inte riktigt speglar bolagets utveckling på samma sätt som för andra bolag. Eftersom priset på råvaror, som AAK köper, fluktuerar mycket kommer även AAKs omsättning variera en hel del. Detta för att man skickar vidare kostnaden för råvaror. Omsättning är dock inte detsamma som lönsamhet. Som exempel kan nämnas att 2022 omsatte AAK drygt 50 md SEK med ett rörelseresultat på 2,5 md. Förra året omsatte AAK 45 md och gjorde 4,9 md i rörelseresultat. Ett bättre mått på bolagets framgång är EBIT/kg och där kan AAK visa upp en imponerande tillväxt. Kombinerat med en ROCE runt 20% är bolaget för billigt. AAK är ett stabilt bolag i en stabil bransch vilket känns bra givet det geopolitiska läget. Skulle alla problem i världen försvinna över en natt finns det säkert andra bolag som går bättre men AAK förtjänar en högre värdering oavsett världspolitik. Och i en osäker värld borde man snarare ha en premie än en rabatt vs historisk värdering.

Slutligen

Omvärlden är alltid svår för den som ska analysera aktiemarknaden. En från början svår uppgift blir nästan omöjlig när någon förändrar spelreglerna varje vecka. Bolagsanalys spelar mindre roll när storpolitik tar över. Och extra känslig blir man när värderingen från början är hög. Som den är i USA. I vår del av världen ser det allt bättre ut tack vare USA. Och vi börjar från en betydligt lägre nivå. Det kommer stödja Sverige och Europas aktiemarknader. Den närmaste tiden kan dock bli volatil innan vi vet hur korten ser ut. Därför har vi valt en något försiktig inriktning som borde klara sig bra på egna meriter. Men i en värld där alla ser problem ska man inte underskatta chansen till en positiv överraskning. En vapenvila i Ukraina och några handelsavtal kan räcka långt.

*Den här strategirapporten publicerades den 5 juni 2025
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 28 maj 2025*



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 >](#)