

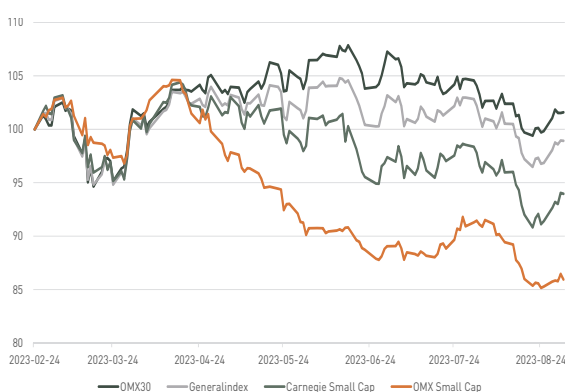
Bridge over troubled water

Sedan början av året har Stockholmsbörsen rört sig i sidled. Stigande räntor har tyngt både fastigheter och konsumenter. Industrin har tack vare välfyllda orderböcker klarat sig bra. Den lågkonjunktur många förutspått lyser fortfarande med sin frånvaro men vi står inför en normalisering. Det kommer leda till en inbromsning. Låt vara från en hög nivå men ändå en inbromsning. Samtidigt gnager sig räntehöjningarna längre in i ekonomin. En djupare lågkonjunktur förefaller osannolik men när bolagen bekräftar att efterfrågan sjunker finns risken att marknaden övertolkar budskapet. Det vill vi undvika. Vi framhåller två bolag där efterfrågan lyfts av strukturella trender och värderingen förefaller attraktiv.

Tillbakablick

I början på mars publicerades den tidigare rapporten med titeln "På okänt vatten". Vi noterade att börsen öppnat året starkt men oroade oss för stigande räntor och en gryende konjunkturoro. Vi förutspådde att val av bolag skulle vara viktigare än normalt och sökte bolag som kunde klara sig bättre även om sentimentet försämrades. Med facit i hand kan vi konstatera att vi fick delvis rätt. Börsen har sedan förra rapporten trampat vatten och i princip inte rört sig. Index har backat drygt en procent och har handlats i intervallet $\pm 5\%$ sedan den 24 februari. Valet av bolag visade sig viktigt då sektorerna industri och sällanköpsvaror var de enda som steg. En annan viktig detalj var storleken på bolagen. Grovt förenklat kan sägas att ju större bolag desto bättre utveckling. OMX 30 steg 1,6% medan Carnegie Small Cap tappade drygt 6%. För de riktiga småbolagen (OMX Small Cap med börsvärde under 150 MEUR,) var utvecklingen ännu sämre och index föll 14,1%.

Utveckling sedan förra rapporten

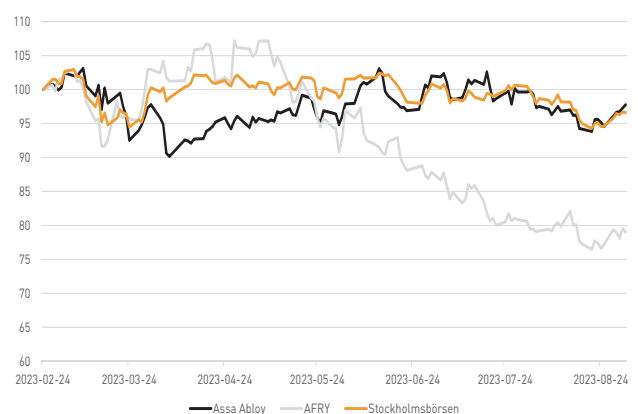


Källa: Bloomberg

Att de mindre bolagen faller då räntan stiger är naturligt då dessa anses mer riskfyllda. Jag har många gånger varnat för att småbolagen kommer drabbas den dag ränta stiger och här är vi nu. Den konjunkturoro vi trodde skulle blossa upp lyste däremot med sin frånvaro. Tvärtom överraskade både ekonomin och arbetsmarknaden positivt under perioden. I princip alla industribolag redovisade övertygande resultat och ordergång under perioden. Det är också förklaringen till att industrisektorn utvecklades i särklass starkast.

I vår förra rapport lyfte vi fram bolagen Assa Abloy och Afry som två kandidater vilka borde klara sig bra även om börsen utvecklades svagt. På den punkten kunde vi konstatera en delseger.

Assa Abloy & Afry vs Stockholmsbörsen

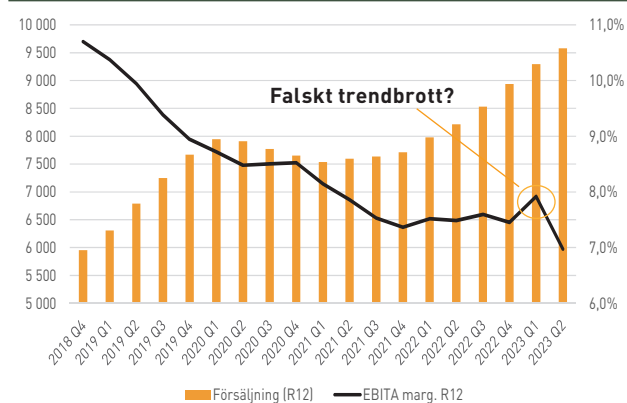


Källa: Bloomberg

Vad gäller Assa Abloy fick vi rätt då aktien utvecklades i linje med börsen. Förvärvet av HHI som vi väntat på i nästan två år genomfördes slutligen i mars och Assa är nu en stark spelare även på bostadsmarknaden i USA. Då lås är en liten kostnad i förhållande till ett husbygge är det lätt att hålla upp prisbilden, något Assa är duktiga på. Assa Abloy kommer nu att integrera och plocka ut synergieffekter av det nya förvärvet vilket bådär gott inför framtiden. Aktien är fortfarande ett bra val då Assa ofta klarar sig bättre än index i sämre tider.

Konsultbolaget Afry blev däremot en tråkig placering. Aktien backade hela 18%. Anledningen till valet av Afry var den låga värderingen i förhållande till sin konkurrent Sweco. Afry handlades nästan 40% lägre baserat på EV/EBIT-multiplar. Idag är skillnaden snarare 45%. Så varför trodde vi då på aktien från början? Afrys största problem har varit affärsområdet Infrastructure. Marginalen där har varit på nedåtgående sedan 2018. Omsättningen har ökat betydligt men marginalen har inte följt med. På bolagets kapitalmarknadsdag i mars 2023 presenterades en trovärdig plan för hur bolaget skulle gå tillväga för att få upp marginalen. Det allmänna intrycket var att Afry förstod situationens allvar och skulle göra sitt yttersta för att infria målen. När Q1 rapporten kom visade affärsområdet upp en betydligt bättre marginal och marknaden, inklusive undertecknad, trodde på ett trendbrott.

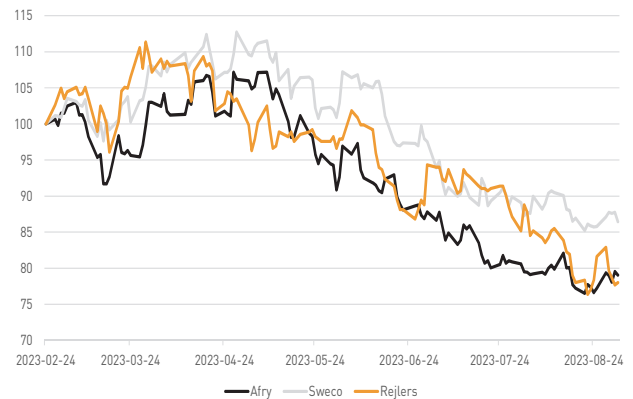
Infrastructure



Källa: Bloomberg, Afry

Det var fel. I Q2 rapporten föll marginalen återigen till nya lägstainivåer och marknaden blev besviken. För att komma tillrätta med problemen utsågs i augusti en ny chef för affärsområdet. Aktien är lågt värderad men det är svårt att se några triggers i närtid. Om något ska sägas till Afrys försvar har konkurrenterna Sweco och Rejlers utvecklats på ungefär på samma sätt trots bättre kvartalsrapporter.

Motvind för Afry och konsulterna



Källa: Bloomberg

Marknadens ointresse för konsulterna verkar således ha fler orsaker än bara resultatmässiga. Att samtliga är småbolag är en möjlig delförklaring. En viktig lärdom är att en låg värdering inte hjälper när det kommer dåliga nyheter. Speciellt inte i mindre bolag där intresset ebbar ut.

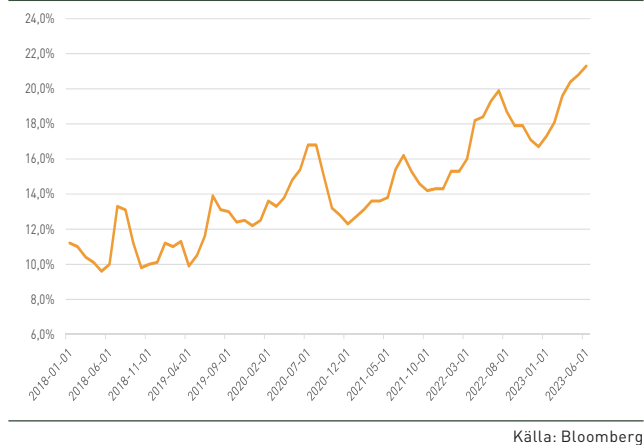
Aktuellt makroläge

Den ekonomiska makrobilden fortsätter att vara splittrad. Konjunktursignalerna är motsägelsefulla och kan tolkas på flera sätt. Anledningen är att vi inte har någon homogen konjunkturcykel utan många branscher är i otakt med varandra. Vissa går för högttryck medan andra drabbats hårt av räntehöjningarna. Därtill kan läggas att bolagsrapporterna överlag varit starka och att bolagen, trots en svag inbromsning, är försiktig optimistiska. Det står i kontrast till en del marknadsundersökningar som målar med betydligt mörkare färger. Skillnaden är ibland så betydande att man undrar vilka som egentligen svarar på dessa enkäter. Den övergripande frågan är huruvida den amerikanska centralbanken ska lyckas med den mjuklandning som marknaden prisar in och därmed rädda oss från en lågkonjunktur. Om vi backar bandet ett par kvartal handlade debatten om huruvida ekonomin stod inför en mjuklandning eller en hårdlandning. I takt med en fortsatt stark ekonomi har nu alternativet ingen landning infunnit sig. Med ingen landning menas att vi fortsätter tuffa på som inget har hänt. Hur det nu är möjligt givet att FED höjt räntan med 525bp på den kortaste tiden i modern historia i den mest skuldsatta ekonomin någonsin återstår att se. Men allt är ju som bekant möjligt vilket inte minst de senaste åren visat. Ett antal historiska indikatorer pekar dock mot en kommande lågkonjunktur men avgörande för aktiemarknaden är snarare hur

den spelar ut och inte frågan om den kommer eller ej. Ett klassiskt exempel på när resan är viktigare än själva målet.

Hur vi än landar kommer den närmaste tiden sannolikt bjuda på en och annan luftgrop. Hårda data som industriproduktion och ordergång signalerar inte någon svårare avmattning vare sig i USA eller Europa. Istället är det i Kina vi sett den största svagheten. När Kina släppte på restriktionerna och öppnade upp efter pandemin var tillväxtförväntningarna höga. Men den kinesiska marknaden har utvecklats sämre än väntat vilket också många bolag kommenterade i sina kvartalsrapporter. Geopolitiska spänningar och en svårbedömd fastighetskris har säkert en roll i detta. Inköpschefsindex i Kina har befunnit sig under 50-nivån fem månader i rad och exporten var i juli ned 14,5% jämfört med ett år sedan. Det placerar Kina i botten bland andra exporttunga nationer som Tyskland, Sydkorea och Japan. En annan spaning som tyder på en svag kinesisk ekonomi är att ungdomsarbetslösheten (16-24 år) fullkomligen skenat.

Arbetslöshet 16-24 år

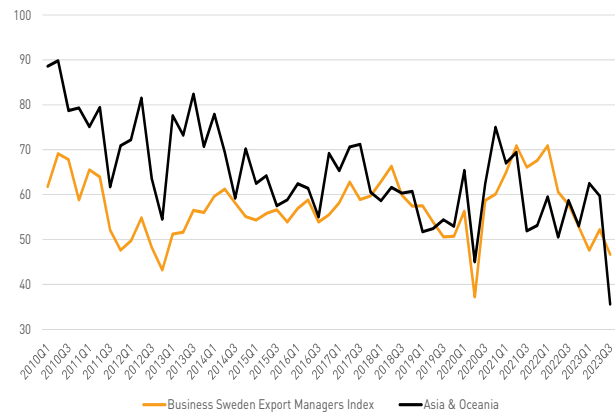


Arbetslösheten för gruppen 16-24 år var i juni hela 21,3%. Kina hävdar att siffrorna inflaterats av studenter som egentligen studerar men ändå registrerar sig som arbetslösa. Det må vara sant men tillsammans med alla andra svaghetstecken ser det helt enkelt inte bra ut. Det ska också nämnas att vi inte kommer kunna följa hur arbetslösheten för denna grupp utvecklas eftersom NBS (National Bureau of Statistics) ska sluta publicera den. Enligt uppgift behöver "metodiken förbättras".

Svagheten i Kina visar sig även på andra marknader. Business Sweden som hjälper svenska företag i världen publicerar kvartalsvis ett exportchefsindex som "speglar stämningens läget bland svenska

exportföretag". Den senaste mätningen pekar mot en betydande försämring sedan Q2.

Business Sweden Exportchefsindex

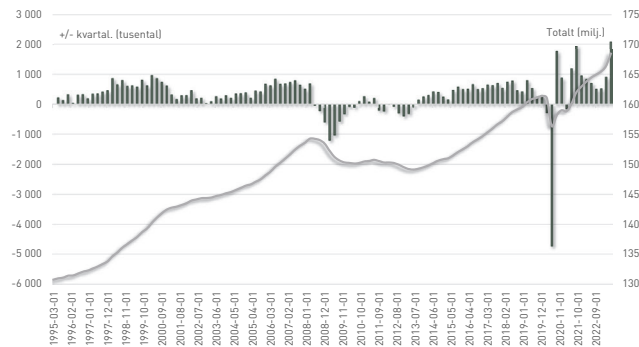


Huvudindex föll till 46,7 från 52,2, nivåer vi inte sett sedan pandemin bröt ut. Delindexet för Asien och Oceania tappade hela 24,1 till 35,6 vilket är den lägsta nivån som någonsin noterats. Sannolikt återspeglas Kinas svaghet här. För våra svenska verkstadsbolag är utvecklingen i Asien och Oceanien viktig eftersom den påverkar mer än bara vår direkta export. Kina är en viktig marknad för hela Europa och Tyskland i synnerhet. Svaghet i Kina kan på så sätt dyka upp som lägre försäljning till exempelvis Tyskland.

I den positiva vågskålen hittar vi arbetsmarknaden. Den inbromsning som industrin kanske står inför har hittills inte satt några avtryck i arbetsmarknaden. Tvärtom skapas nya jobb både i Europa och USA. Visserligen steg arbetslösheten i USA något i augusti men det berodde på att fler återvände till arbetsmarknaden och inte på grund av nedskärningar. Att den amerikanska arbetsmarknaden varit, och är, rekordstark har diskuterats flitigt bland såväl media som ekonomer.

Den europeiska arbetsmarknaden har diskuterats betydligt mindre men faktum är att även den är rekordstark. I augusti noteras en arbetslöshet inom EU på 6,4% vilket är den lägsta siffra som uppmätts. Under andra kvartalet i år skapas över 2 miljoner nya jobb vilket även det är den högsta kvartalsciffran som uppmätts.

Europeiska arbetsmarknaden



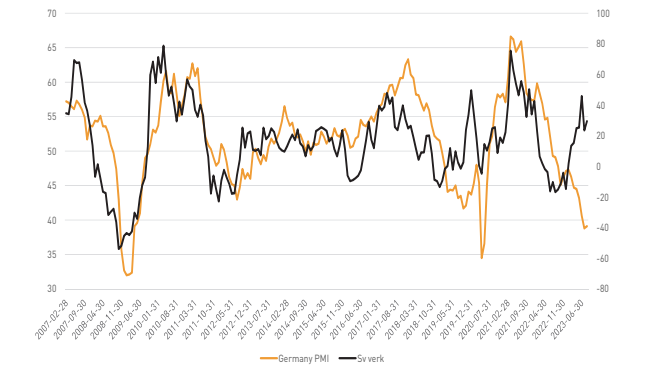
Källa: Eurostat, Bloomberg

En stark arbetsmarknad är dock ingen garanti för att konjunkturen hålls uppe. Arbetsmarknaden tenderar att vara det sista som faller innan lågkonjunkturen är ett faktum. Med det sagt är styrkan vi ser på arbetsmarknaden, på båda sidor om Atlanten, så kraftfull att det kommer krävas en hel del för att rubba hushållens ekonomi. Och det kommer sannolikt att ta tid och är en story för 2024 snarare än 2023. Därmed skulle vi kunna klara en viss inbromsning i industrikonjunkturen utan att hushållens konsumtion drabbas alltför hårt.

Aktiemarknaden

Anledningen till att jag skrivit om tecknen på en inbromsande industrikonjunktur är att den svenska börsen till stor del består av just industribolag. Sektorn väger närmare 35% och tillsammans med råvaror står dessa två konjunkturberoende sektorerna för drygt 40% av Stockholmsbörsen. Vi är och har alltid varit en cyklisk börs. Speciellt ur perspektivet utländska investerare. Det är sannolikt anledningen till att Stockholmsbörsen utvecklats sämre än många andra europeiska börser i år. Kanske ett tecken på att marknaden anar en inbromsning. Som nämnts tidigare tyder exportchefsindex på en avsevärd avmattning och den bilden bekräftas av inköpschefsindex i Tyskland. Tyska PMI har fallit till nivåer vi inte sett sedan pandemin. Våra verkstadsbolag brukar skugga utvecklingen i Tyskland men så icke denna gång. Kurserna har letat sig allt högre medan index trendat ner.

Tyskland PMI vs. svensk verkstad y/y



Källa: Bloomberg

Både exportchefsindex och inköpschefsindex är sentimentsindikatorer, och ska därför tas med en nypa salt, men någonting betyder det ändå. Och en inbromsning känns högst rimlig. Orderstockar har betats av och en normalisering av produktionen borde ske. Från onoterade bolag hör vi att klimatet är lite bistrare och det skulle vara märkligt om inte de noterade bolagen känner samma sak. Tillfälligt eller inte återstår att se men när ett bolag gör marknaden besviken brukar reaktionen vara betydande. En gammal tumregel säger att verkstadsbolagens vinster sjunker cirka 30% i en normal konjunkturedgång. Nu tror jag inte det kommer hända men när marknaden extrapolerar en nedåtgående trend kan kursrörelserna bli stora.

Säsongsmässigt är också september en period då prognoserna ofta slår fel. Missar man nu spricker även helårsestimaten och kanske nästa års prognos. Sedan Q2 rapporterna, som överlag var bra, har estimaten i flera fall krupit upp vilket gör verkstadsbolagen sårbara. Det finns helt enkelt inte utrymme för besvikelser och investerare får inte en andra chans att sälja.

I USA är situationen annorlunda. Där har vi en pågående AI-hype som lyfter de amerikanska teknikbolagen. Nvidia, med dess A100 chip som utgör kärnan i dagens AI datorer, ligger i fronten och har stigit 232% i år. Tillsammans med sex andra teknikbolag, Apple, Microsoft, Google, Meta, Amazon och Tesla, utgör dessa nästan 30% av SP500. Det är både fascinerande och skrämmande på samma gång. En klassisk 60/40 portfölj bygger på förutsättningen att aktier utvecklas någorlunda i takt med konjunkturen. Är vi säkra på att the magnificent seven, som dom kallas, verkligen gör det? Här finns stora risker för en mismatch.

En korg med the magnificent seven har stigit inte mindre än 65% i år. Det låter fantastiskt men det är trots allt 10% kvar till all time high. Och vad folk lätt glömmer bort är att the magnificent seven föll hela 50% under 2022. Faktum är att Alas Copco utvecklats helt i linje med the magnificent seven det senaste tre åren. Dock i lokal valuta ska sägas.

The magnificent 7 vs Atlas Copco

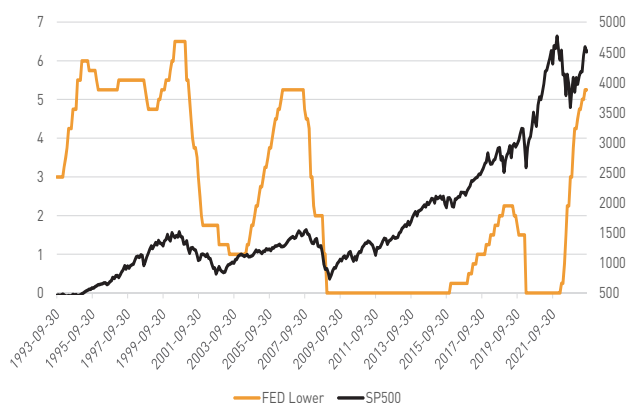


Källa: Bloomberg

Värderingen förefaller också vara förvånansvärt human. Vanligtvis talas det bara om Nvidias skyhöga nyckeltal men hela korgen handlas till P/E 32 (12mf). Inte vansinnigt högt med tanke på att bolag som Mips handlas till P/E 54.

Nu hörs röster som ihärdigt hävdar att börsuppgången kommer accelerera bara FED slutar höja. Det kan naturligtvis hända men det är ovanligt. Tvärtom brukar en sänkning av FED vara den slutgiltiga bekräftelsen på att lågkonjunkturen verkligen är här. Det är inte ovanligt att börsen stiger just den dagen FED sänker men på några månaders sikt är riktningen ned.

FED Funds vs SP500

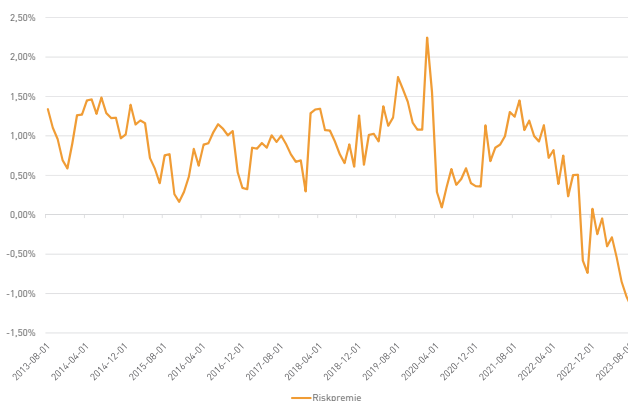


Källa: Bloomberg

Tyvärr har vi ganska få tillfällen i modern historia då FED påbörjat en sänkningfas men att det skulle vara annorlunda denna gång verkar osannolikt. Dessutom tror jag att en sänkning ligger längre fram än många tror. Inflationen har förvisso kommit ned men härifrån blir det svårare. Index för "Core services less housing", även kallat super core, ligger på 4,1% och har faktiskt tickat upp en tionedel den senaste månaden. Till det ska läggas att löneökningstakten fortfarande är relativt hög. Atlanta Fed Growth Tracker ligger på höga 5,7%. Även om ytterligare höjningar känns osäkert är det här nivåer som inte ger FED någon god nattsömn. Gissningsvis låter FED räntan ligga still men följer upp med ett hökaktigt uttalande. Higher for longer snarare än något annat.

Den allt högre räntan medför att riskpremien för aktier sjunker. Riskpremien säger hur mycket extra avkastning du borde få för att bära aktierisk. Normalt brukar man använda en riskfri ränta, som den amerikanska 10-åringen, men i detta fall har jag använt Moodys BAA index som ska symbolisera vilken avkastning du kan få via företagsobligationer.

Riskpremie aktier



Källa: Bloomberg

Som syns i diagrammet är riskpremien negativ. Hade vi använt den amerikanska 10-åringen hade den varit svagt positiv men inte mer. Många tolkar det som att aktiemarknaden ska ner men det är enligt mig en felaktig tolkning. Att använda riskpremien som ett timing-verktyg är en dålig idé. Helt enkelt för att det inte fungerar speciellt bra. Däremot säger det en del om hur aktier värderas i förhållande till obligationer och det påverkar i sin hur kapitalförvaltare väljer att allokera kapital. En negativ riskpremie tyder på att aktier är dyra i förhållande till obligationer.

What to do?

Som vi gått igenom här finns det flera tecken på att industrikonjunkturen försvagas. Inbromsning eller normalisering är svårt att säga men riktningen är klar. Räntan har höjts avsevärt vilket förr eller senare kommer leda till en inbromsning. Vi vet av erfarenhet att det tar tid innan räntehöjningarna når alla delar av ekonomin. En svagare industrikonjunktur gör hela Stockholmsbörsen sårbar. Industri är den sektor som utvecklats allra bäst vilket inbjuder till vinsthemtagningar om kurserna vänder ner. I en tid då många andra sektorer fallit är verkstad kanske den sista pusselbiten innan vi kan ta nya tag. Till det ska läggas att en högre ränta gör obligationer mer attraktiva vilket kan påverka flödena till aktiemarknaden.

Givet att vi får rätt kommer en svagare efterfrågan att sätta press på priserna. Inflationen har hjälpt bolagen då prishöjningar accepterats tämligen lätt. I en värld med lägre inflation och normaliserade priser på insatsvaror och tjänster kommer det inte vara lika lätt att få igenom prishöjningar. Bolag med låg pricing power (läs SKF) kommer få det betydligt svårare än exempelvis Assa Abloy (som enligt uppgift aldrig sänkt priserna). I en sämre konjunktur kommer även tillväxt att betyda mer än tidigare. Återhämtningen och den svaga kronan har fått vilket bolag som helst att se ut som en tillväxtraket men den tiden är förbi. Två bolag har som har både bra pricing power och en tilltalande tillväxtprofil är Nibe och Hexagon.

Nibe

Nibe är ett svenskt bolag inom klimat- och energibranschen. Bolaget är organiserade i tre affärsområden, Climate Solutions, Element och Stoves. Störst är affärsområdet Climate Solutions där nästan 70% av försäljningen ligger. Det är inom Climate Solutions vi hittar den eftertraktade värmepumpsaffären. Den största delen av försäljningen går till Europa (47%) följt av USA (27%) och Norden (22%). Försäljningen av värmepumpar har historiskt visat goda tillväxttal beroende på sin effektivitet och därmed lägre kostnader. Höga energipriser och en vilja att komma bort från fossil uppvärmning har accelererat försäljningen. Nibe har ett oklanderligt track record och aktien har också värderats därefter. Men situationen har förändrats. Från att ha värderats till rena fantasi-multiplar ser det nu mer rimligt ut.

P/E-tal Nibe



Källa: Bloomberg

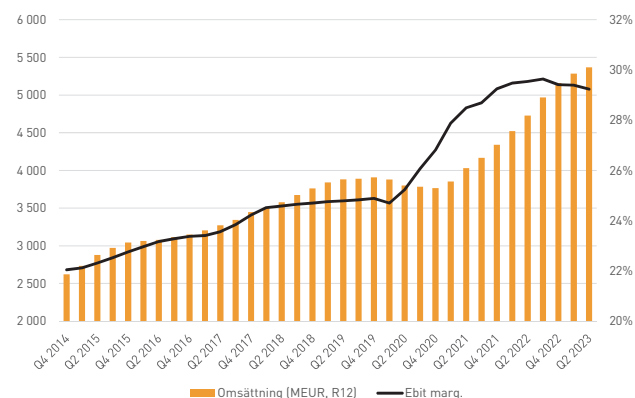
Aktien är på inget sätt billig men givet de tillväxtmöjligheter som finns är den attraktivt värderad. Anledningen till att värderingen kommit ned är en kombination av något lägre resultat än väntat och en politisk oförmåga (läs Tyskland) att fatta beslut kring subventioner. Vi ser det här som tillfälliga problem och anser att det är ett bra köptillfälle. I skenet av stigande energipriser och den gröna omställning som behöver göras har många länder infört, eller ska införa, subventioner för den som installerar en värmepump. Den senaste tidens oro härrör från Tyskland där ett beslutet om subventioner sköts fram. Nu väntas besked senare i september. Det här känns dock bara som krusningar på ytan. Som exempel kan nämnas att under 2022 installerades 236 000 värmepumpar i Tyskland. Det kan låta som många men regeringens ambition är att from 2027 installera 500 000 årligen. Tyskland har idag cirka 20 miljoner gaspannor och ytterligare 10 miljoner oljeeldade värmepannor. Totalt i Europa såldes cirka 3 miljoner pumpar förra året och sammanlagt finns ungefär 20 miljoner installerade. Den europeiska branschorganisationen EHPA siktar på att det 2030 ska säljas nästan 13 miljoner pumpar årligen och antalet installationer ska uppgå till 60 miljoner. Vi tror att Nibe kan växa många år till.

Hexagon

Hexagon är ett tekniktungt bolag som levererar system för mätning och positionering av objekt inom såväl mikro- som makrosegmentet. Bland verksamheterna finns system för mätning av byggnader, infrastruktur och produktionsutrustning. Det finns också positioneringssystem för navigering, kartläggning och andra tillämpningar samt mjukvara för analys och visualisering. Man är organiserade i två affärsområden, Geospatial Enterprise Solutions och Industrial Enterprise Solutions som är nästan lika stora. Hexagon har genom åren gjort en formidabel resa med Ola Rollén vid rodret. Man har gått från ett traditionellt verkstadsbolag till ett högteknologiskt mjukvarubolag. I en allt mer digitaliserad värld kommer efterfrågan på positioneringstjänster, navigering och mätning bara att öka och här ligger Hexagon långt framme.

Under sommaren drabbades Hexagon av en så kallad blankningsattack där firman Viceroy hävdade att Hexagons redovisning innehöll fel och att den organiska tillväxten var överdriven. Attacken fick aktien att backa och när Hexagon sedan presenterade en lite svagare Q2 rapport än väntat tappade aktien ytterligare. Hexagon höll sedan ett analytiker möte där man bemötte anklagelserna på ett bra sätt. För att ytterligare understryka vd:s tro på bolaget köpte han 1 miljon aktier till ett värde av 101 MSEK.

Hexagon, försäljning & EBIT marg.



Källa: Bloomberg

Hexagon är ett kvalitetsbolag som ligger i framkant teknologiskt med en hög andel återkommande intäkter från mjukvara. Hexagon har, precis som Nibe, historiskt handlat relativt högt men i och med händelserna i somras har värderingen kommit ned betydligt. Idag handlas Hexagon till ett P/E-tal på 17,9 vilket tangerar de lägsta nivåerna de senaste tio åren. Hexagon har alla möjligheter att utvecklas väl även om konjunkturen viker.

Till sist

Precis som i vår förra rapport är vi fortsatt försiktiga och försöker undvika de mest konjunkturkänsliga bolagen. Våra svenska verkstadsbolag har hittills klarat sig bättre än många andra branscher vilket gör dem sårbara för negativa nyheter. Vi är oroliga för att den inbromsning som kommer ska tolkas som inledningen på en djupare lågkonjunktur. Det är nämligen inte alls klart att så blir fallet men när nyheterna väl kommer lär marknads fantasi skena iväg. Att extrapolera den senaste trenden är i princip standard på aktiemarknaden. Och det är det jag är rädd för och försöker undvika. För att överbrygga den känsliga period som hösten innebär väljer vi två kvalitetsaktier som av olika skäl värderats ned. Om konjunkturen försämras kommer dessa två sannolikt att klara sig betydligt bättre än genomsnittet då deras efterfrågan styrs mer av strukturella trender än konjunkturella kastvindar. Tills vi når lugnare vatten är det våra val.

*Den här strategirapporten publicerades den 11 september 2023.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 1 september 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 >](#)