

Värdeskapande tillväxt

Optimistiska, cyniska och paranoida – Vem vill bjuda en aktieförvaltare på middag?

Det är en lite rörig inramning just nu, med stora tillväxtskillnader mellan olika regioner, sektorer och bolag. Vissa bolag har kraftigt negativ tillväxt, andra börjar återhämta sig och vissa har precis börjat bromsa in. Vi bombarderas dagligen med narrativ om bolags tillväxtresor och prognoser om framtida framgångar. Bolag lanserar nya produkter, ger sig in på nya marknader, ändrar affärsmodeller och målet är alltid att leverera tillväxt. Att marknaden förväntar sig en hög framtida tillväxt är dock ingen garanti för avkastning. Det är därför viktigt att hitta en balans mellan optimism och samtidigt cyniskt se på förutsättningarna och inte binda sig för hårt vid en viss investeringstes. Att dessutom vara lite paranoid och inte lita på allt som utlovas och löpande utvärdera att riktningen är rätt tenderar också att löna sig. I den här rapporten beskriver vi några delar i vår förvaltning som hjälper oss att identifiera värden som inte återspeglas i bolagens aktiekurser. Hur kan vi försöka förbättra sannolikheten för överavkastning genom att titta på bolagens tillväxt, förväntningarna på framtida tillväxt och hur skapar vi oss säkerhetsmarginal i vår uppfattning om framtida tillväxt?

Vi börjar med att återigen se till varför tillväxt är viktigt för värdet på ett bolag och hur stor roll tillväxt i kombination med lönsamhet kan spela. Därefter bedömer vi om tillväxten faktiskt skapar eller som i vissa fall förstör aktieägarvärde. Vi går också igenom vilken typ av tillväxt som spelar mest roll, följt av en genomgång av förväntningar. För att slutligen gå igenom hur vi bildar oss en uppfattning om ett enskilt bolags tillväxtpotential med goda säkerhetsmarginaler.

Tillväxt tillsammans med lönsamhet och risk driver värderingen

“The most that owners in aggregate can earn between now and Judgment Day is what their businesses in aggregate earn.” - Warren Buffett, Chairman’s Letter, February 2006

Vi har i de tidigare strategirapporterna beskrivit vad som är viktigt för värdeskapande i aktieportföljen. I första strategirapporten Allt annat än lika beskrev vi vad som motiverar en högre värdering, det vill säga lönsamhet, värdeskapande tillväxt och risk. I förra strategirapporten bröt vi isär lönsamheten i form av ROIC. I den här rapporten är fokus istället på tillväxten.

Tabellen nedan visar ett teoretiskt motiverat P/E-tal (aktiens pris i förhållande till vinst) baserat på vad bolaget genererar för avkastning på investerat kapital och hur snabbt det växer givet några antaganden. För att räkna fram P/E-talet används en tvåstegsmodell. Den första perioden beräknas över 15 år med varierad avkastning på investerat kapital (ROIC) och tillväxt samt ett avkastningskrav på nio procent. I den andra perioden används

Motiverat P/E-tal

	Avkastning på investerat kapital (ROIC)						
	5%	10%	15%	18%	20%	25%	30%
2%	11,0	16,7	18,6	19,2	19,6	20,2	20,5
3%	10,0	17,5	20,0	20,7	21,3	22,0	22,5
4%	8,8	18,4	21,5	22,5	23,1	24,1	24,7
5%	7,5	19,3	23,3	24,4	25,3	26,4	27,2
6%	6,1	20,5	25,3	26,6	27,7	29,1	30,1
7%	4,4	21,7	27,5	29,1	30,4	32,1	33,2
8%	2,5	23,1	30,0	31,9	33,4	35,5	36,9
9%	0,4	24,7	32,8	35,1	36,9	39,3	40,9
10%	-2,0	26,5	36,0	38,7	40,7	43,6	45,5
11%	-4,7	28,5	39,6	42,7	45,1	48,4	50,6
12%	-7,7	30,8	43,6	47,3	50,0	53,9	56,4
13%	-11,1	33,3	48,2	52,4	55,6	60,0	63,0
14%	-14,9	36,2	53,3	58,1	61,8	66,9	70,3
15%	-19,2	39,4	59,0	64,6	68,8	74,6	78,5

ROIC motsvarande kapitalkravet och en tillväxt på tre procent. Som tabellen visar är det stor skillnad på vad som är en motiverad multipel för ett bolag. Ett bolag som genererar en hög avkastning på investerat kapital kan ha betydligt högre värdering. Hur mycket kapital ett företag behöver för att generera din lönsamhet är viktigt.

Med en avkastning på investerat kapital som överstiger avkastningskravet, i det här fallet 9%, ökar även värdet om bolaget växer. Om ett bolag inte levererar en avkastning på investerat kapital som överstiger avkastningskravet minskar istället värderingen ju mer bolaget växer, då bolaget förstör aktieägarvärde. Bolag som kan se högt värderade ut vid första anblick kan alltså vara

mer undervärderade än bolag med betydligt lägre multiplar. För att kunna jämföra värderingar måste hänsyn tas till skillnaden i avkastning på investerat kapital och tillväxt tillsammans. Ett bolag med hög lönsamhet och låg risk kommer som vi visade i förra strategirapporten sannolikt att vara en okej investering, men det är i kombination med tillväxt som det blir riktigt intressant. Marknaden tenderar att underskatta ränta på ränta-effekten av hög lönsamhet i kombination med tillväxt och det är därför kvalitetsbolag tenderar att överprestera över tid.

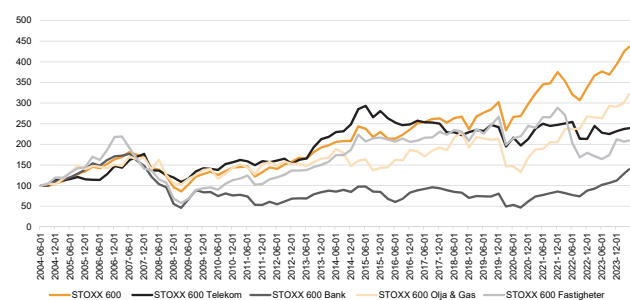
Värdeskapande tillväxt – högre avkastning på investerat kapital än avkastningskravet

För att förbättra sannolikheten för överavkastning genom att titta på bolagens tillväxt, måste vi först bedöma om bolaget skapar eller förstör aktieägarvärde genom att växa. Förenklat brukar det skiljas på att äga ”billiga” bolag eller ”tillväxtbolag”, och som vi beskriver ovan så behöver inte ett bolag som har låg multipel vara ”billigt” och ett tillväxtbolag behöver inte vara dyrt för att multipeln är hög. Det är inte tillräckligt att kunna uppvisa hög vinsttillväxt. Det spelar stor roll för värdeskapandet hur vinsten blir till, hur mycket kapital som behövs och hur uthållig tillväxten är. Det ekonomiska värdet som skapas är att jämföra rörelseresultatet justerat för skatt med hur mycket investerat kapital (aktiekapital + nettoskuld) som gått åt för att generera rörelseresultatet och multiplicera det med avkastningskravet (WACC). Av det följer att om ett bolags avkastning på investerat kapital (ROIC) är högre än avkastningskravet (WACC) så är tillväxten värdeskapande. Det är först när vi etablerat att ett bolag faktisk skapar värde och inte förstör det, som vi vill att de ska växa.

Strukturellt förstöra aktieägarvärde – bolag som växer på ett värd förstörande sätt

Det finns många sektorer där bolagen strukturellt förstör aktieägarvärde, genom att växa verksamheter där lönsamheten inte är i närheten av avkastningskravet från aktieägarna. I Europa har exempelvis telekombolag, flygbolag, fastighetsbolag, många byggbolag och fram tills nyligen även bankerna och oljebolagen förstört aktieägarvärde de senaste 20 åren.

Totalavkastningen senaste 20 åren för sektorer med generell låg lönsamhet i STOXX 600



Källa: Bloomberg

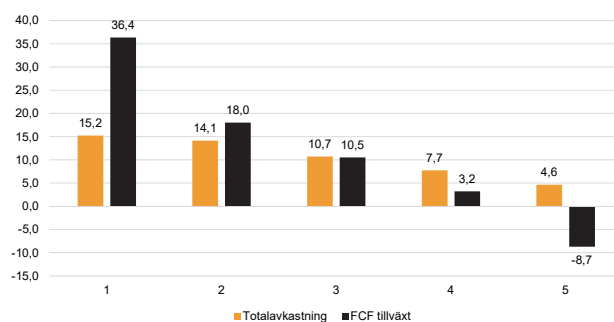
Det finns såklart undantag i alla branscher. I vissa fall har bolagen lyckats generera en okej avkastning på eget kapital genom att belåna sig i en lågräntemiljö och på så sätt tjänat på fallande räntor och stigande värderingar av tillgångar, men det har blivit svårare i och med den förändrade ränteinramningen. Som vi visade i förra strategirapporten är det viktigt med avkastningen på investerat kapital för framtida aktiekursutveckling. Men i vissa sektorer är inte bara lönsamheten strukturellt för låg, de har också oftast låg organisk tillväxt och i vissa fall även en relativt cyklisk tillväxt. Det finns såklart även värderingar där bolag med den här typen av karaktär blir för billiga och kan kortiktigt utgöra attraktiva investeringsmöjligheter. Oddsens är dock emot dig ifall du på längre sikt vill generera en högre avkastning än börsen över tid. De här bolagen bidrar med mycket samhällsnytta, men hör kanske inte hemma på börsen om förstör aktieägarvärde över tid.

Rätt typ av tillväxt

Värdet av ett bolag är summan av framtida fria kassaflöden diskonterade tillbaka till idag. Det fria kassaflödet är skattade pengar som aktieägarna kan göra vad de vill med, exempelvis delas ut. Fritt kassaflöde räknas ut genom att man tar kassaflödet från den löpande verksamheten (efter förändring i rörelsekapital) och drar av kassaflödet från investeringar. I dagligt tal brukar vi prata om vinsttillväxt eller till och med tillväxt i vinst per aktie som ett proxy för tillväxt i fritt kassaflöde. Fritt kassaflöde är jobbigare att räkna fram och rör sig mer över tid, men studier har visat (exempelvis Jansen 2021) att just tillväxten i fritt kassaflöde är ett mycket bättre mått för värdeskapande över tid.

Utan att göra någon omfattande studie kan vi jämföra den genomsnittliga femårstillväxten i fritt kassaflöde och jämföra med aktieavkastningen över samma period för ett brett europeiskt aktieindex.

Tillväxt i fritt kassaflöde och totalavkastning STOXX 600 senaste fem åren



Källa: Bloomberg, Garantum

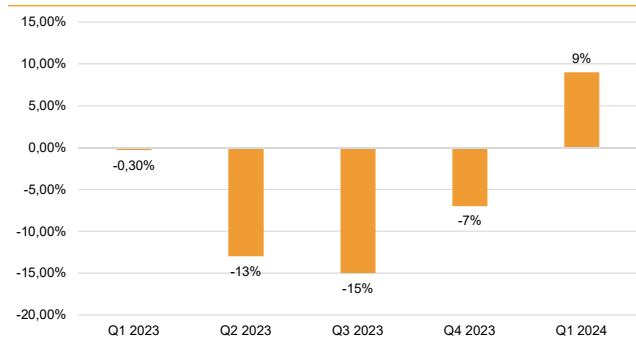
Ett sätt att bedöma värderingen av fritt kassaflöde utöver att bygga en kassaflödesmodell och backa ut marknadens förväntningar. Normalt används en kassaflödesmodell för att räkna fram ett bedömt värde, men det går såklart också att börja med marknadsvärdet och sen ändra parametrarna tills man når dit, för att bilda sig en uppfattning om vilka förväntningar som är prissatta redan.

Ett betydligt snabbare sätt för att bilda sig en initial uppfattning är att titta på bolagssvärdet i förhållande till det fria kassaflödet (EV/FCF) och eftersom det fria kassaflödet kan vara slagit är det ofta en bra idé att istället försöka bedöma vad ett "normalt" fritt kassaflöde är för bolaget (EV/ normaliserad FCF). Det är ett snabbt sätt att bilda sig en uppfattning om hur höga förväntningarna på bolagets framtida tillväxt är, innan vi börjar med djupare analys.

Förväntningarna på framtida tillväxt som är i aktiekursen

För att förbättra sannolikheten för överavkastning måste vi bilda oss en uppfattning om vad förväntningarna från marknaden är idag, innan vi bildar oss en egen potentiellt avvikande uppfattning. När vi ska titta på förväntningarna för hela index får vi hålla oss till vinstförväntningarna. Vi kan inte göra en kassaflödesmodell för alla bolag eller ta fram en normaliserat fritt kassaflöde utan att förstå alla bolag i index och redovisningsskillnaderna på djupet. När vi ska bilda oss en uppfattning om tillväxten i framtida kassaflöde är det viktigt att vi bildar oss en uppfattning om var vi befinner oss i bolagens vinstcykel och hur estimaten ser ut och hur de förändras.

Europeiska bolag är tillbaka till sekventiell vinsttillväxt jämfört med föregående kvartal



Källa: Deutsche Bank

Bolagen i STOXX 600 har haft en mycket svag vinsttillväxt efter finanskrisen fram till pandemin, vilket också förklarar den svaga aktiekursutvecklingen för europeiska bolag under den perioden. Efter pandemiutbrottet har däremot vinsterna vuxit betydligt snabbare. Efter stora nedrevideringar under 2022 och 2023 har förväntningarna på framtida vinster återigen vänt upp. Frågan

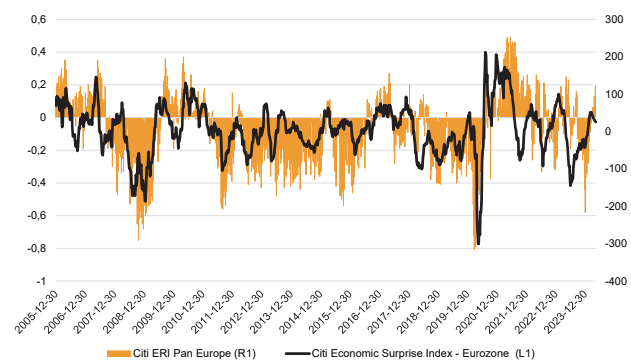
Aktiekursen tenderar att springa före vinstförväntningarna



Källa: Bloomberg

Bolagens försäljning korrelerar med nominell BNP och förändringar i vinstförväntningar tenderar att hänga ihop med förändringar i synen på ekonomin som helhet.

Överraskningar i den ekonomiska aktiviteten tenderar att leda vinstförväntningarna



Källa: Bloomberg

Ekonomin har överraskat positivt både i Europa, USA och Kina under hela hösten och fram till de senaste månaderna. Vilket också fått vinstprognoserna att skruvas upp igen.

Europa är inte Europa - Geografisk exponering

Bolagen i STOXX 600 har ungefär 40% av försäljningen i Europa, 25% i Nordamerika, 20% i Asien och 15% i Sydamerika, Afrika och mellanöstern. Andel av försäljningen i Europa är mycket högre i vissa sektorer så som fastigheter där det är nästan 100% och i andra extremen har vi hälsovård och teknik som bara har cirka 20% av försäljningen i Europa. Det är viktigt att tänka på när vi ska bilda oss en uppfattning om tillväxtpotentialen i en sektor.

Långsiktig optimistiska om tillväxtpotentialen i ekonomin

BNP är antal arbetade timmar multiplicerat med varje timmes förädlingsvärde, det vill säga ett produktivetsmått. BNP-tillväxten skiljer mellan olika regioner. Antalet arbetade timmar sjunker i Europa i och med den krympande arbetsföra befolkningen i många europeiska länder. Samtidigt har investeringstakten i Europa varit betydligt lägre än exempelvis USA under senare tid, vilket bidrar till att förklara en stor skillnad i produktivitet mellan regionerna. Det är svårt att få upp antalet arbetade timmar när den arbetsföra befolkningen krymper, vilket begränsar tillväxtpotentialen. Det som behövs för att få upp tillväxten i ekonomin, som långsiktigt driver försäljningstillväxten bland börsbolagen, är produktivetsökningar. De två primära faktorerna som driver produktivetsstillväxt är:

1. Mängden kapital per arbetad timme
2. Tekniknivå

För att höja produktiviteten är det därför viktigt med investeringar i infrastruktur, forskning och utveckling, utbildning, digitalisering och automation vilket alla ökar i snabb takt just nu. Att hela tiden prata med bolag i en mängd olika branscher gör att vi blir optimistiska på framtiden.

Mycket talar för bättre nominell tillväxt de kommande tio åren än den vi haft sedan finanskrisen när det antligen görs stora satsningar på infrastruktur både i Europa och USA samtidigt som vi flyttar hem och automatiserar produktion samt digitaliserar ekonomin i en rasande takt. Många av bolagen vi äger använder redan idag artificiell intelligens (AI) för att bli mer produktiva i allt från forskning och utveckling till produktion. AI skulle också kunna bli ett stort bidrag till produktivetsökningar i hela ekonomin. Det tar alltid längre tid än man tror men det har historiskt ofta varit mer traditionella bolag som använder ett teknikenombrott för att göra sina verksamheter mer effektiva eller sälja nya tjänster som blir de långsiktiga vinnarna. Andra har fått betydligt högre tillväxtpotential från både satsningar på grön omställning och infrastruktursatsningar. Högre produktivitet leder inte bara till högre BNP-tillväxt, det leder potentiellt också till högre vinstmarginaler hos bolagen.

Det finns en hel del innovation även i Europa. Framför allt inom teknik, hälsovård och vissa industribolag. I Skrivande stund har Aktie-Ansvar Europa ca dubbla vikten mot dessa sektorer relativt index. Strukturell tillväxt gör stor skillnad över tid.

Aktiemarknadscykeln påverkar vinstförväntningarna

Vi har i tidigare rapporter visat hur låga förväntningar på framtiden förbättrar oddsen för bra aktieavkastning. På samma sätt påverkar aktiemarknadscykeln vinstförväntningarna framåt. Ibland är

marknaden generellt för pessimistisk och i andra delar av cykeln blir vi generellt för optimistiska. Aktiekurserna och vinstcykeln är inte synkroniserad. Aktiekurserna springer oftast före vinstförväntningarna vilket gör att värderingen först stiger och sen kommer vinsterna ikapp.

Det är svårt att prata om en enhetlig konjunktur just nu när vissa bolag befinner sig i en djup lågkonjunktur medan andra bolag har den högsta efterfrågan någonsin samtidigt som de också har de högsta marginalerna någonsin. I en tidigare strategirapport gick vi igenom hur mycket olika sektorer tenderar att tappa i en nedgång i vinstcykeln och de indikatorerna som brukar vara ledande för vinstcykeln. Det här har dock hittills inte varit en normal vinstcykel. Inflationen, det vill säga prishöjningar, döljer i många fall volymtapp och har gjort att många bolag kunnat behålla personal och inte drabbats lika hårt som de normalt gör när vinstcykeln vänder. Normalt brukar bolagen vara snabba att starta besparingsprogram när aktiviteten börjar bromsa in vilket inte har hänt än den här gången.

Schematiskt brukar aktiemarknadscykeln delas in i en förtvivlansfas när tillväxten blir en besvikelse, en förhoppningsfas där vi får upp hoppet om en återhämtning igen följer av en tillväxtfas där vinsterna växer ikapp förväntningarna. Sista delen av aktiemarknadscykeln brukar normalt vara en fas där vi extrapolerar den tidigare utvecklingen och värderingen återigen stiger.

Aktiemarknadscykeln



Källa: The Long Good Buy: Analysing Cycles in Markets

I och med att vissa bolag är på väg ut ur en förtvivlansfas medan andra befinner sig i en optimismfas är det också svårt att prata om en synkroniserad aktiemarknadscykel. Detta gör att det är extra viktigt att fundera på var just det bolaget vi analyserar befinner sig och hur det sannolikt påverkar prognoserna på framtida fria kassaflöden. Med den bredare vinstcykeln och aktiemarknadscykeln i bakhuvudet kan sedan vi börja bilda oss en uppfattning om enskilda bolag tillväxtpotential.

Hur bildar man sig en uppfattning om ett enskilt bolags tillväxtpotential?

Statistikern George Box sa "All models are wrong but some are useful". Vi måste vara ödmjuka inför att vi inte kommer att ha rätt i våra prognoser av framtida fritt kassaflöde. Prognoser måste också uppdateras löpande vartefter vi får ny information. Hur ser det ut i ett bra scenario, vårt huvudscenario och i ett sämre scenario? Vad är sannolikheterna för de olika utfallen? Det kan också vara värt att göra bedömningen både uppifrån och nedifrån. Uppifrån genom att räkna på hur snabbt sektorn växer relativt BNP och sen fundera på om bolaget kan ta marknadsandelar inom sektorn. Nedifrån genom att estimerar volymtillväxt, pris och mix i bolagets produktportfölj.

Förstå verksamheten och dess omgivning

Det finns mycket vi behöver bilda oss en uppfattning om för att göra kvalificerade prognoser. Exempelvis behöver vi förstå produkten eller tjänsten och dess volym, mix och pris. Vi måste bilda oss en uppfattning om hela branschen, konkurrensen och kunderna, graden av koncentration, rivalitet, inträdesbarriärer, substitut, marknadsandelar, strategi, bolagets livscykel, vinstcykel, lönsamhet, priskänslighet, kostnadsstruktur och hur cyklisk verksamheten är. För att göra rimliga prognoser som är förankrade i verkligheten måste vi också förstå bolagets kapacitet både gällande tillverkning, leverantörer, antal anställda och ledning för att bilda oss en uppfattning om bolaget klarar att få bolaget att växa. Vi måste bilda oss en tydlig uppfattning av både bolagets operativa modell, men också vilket modell bolaget använder för att återinvestera i verksamheten.

Implicit tillväxt

Återinvesteringsgraden (1-utdelningsgraden) är väldigt viktig för framtida tillväxt. Det är svårt att växa utan att investera i verksamheten. Den implicita tillväxten kan ge en fingervisning om tillväxtpotentialen i en verksamhet. Implicit tillväxt är lönsamheten multiplicerat med återinvesteringsgraden. Så om ett bolag har ett kassaflöde i förhållande till investerat kapital på 15% och delar ut hälften av kassaflödet i utdelning blir den implicita framtida tillväxten i kassaflöde 7,5%.

Periodiseringar

En annan viktig faktor att ta hänsyn till när vi bedömer framtida tillväxt är kvaliteten på bolagens rapporterade vinst. Sloan visade redan 1996 att bolag med en lägre andel periodiseringar som andel av vinsten tenderar att överprestera över tid både i USA och globalt. Periodiserade intäkter tenderar att vara mindre beständiga över tid, vilket är viktigt att tänka på när vi ska bilda oss en uppfattning om framtida tillväxt.

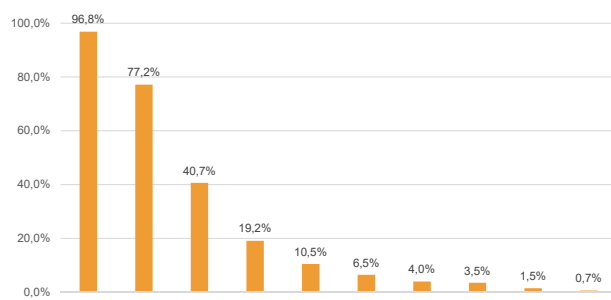
Basfrekvens och nivå – en rimlighetskontroll

När vi bildat oss en uppfattning själva är det nyttigt att jämföra den mot hur liknande situationer med bolag i liknande storlek, sektor eller situation sett ut historiskt för att få en tydligare bild av vad "normalläget" är. Hur ofta har det vi tror ska hända faktiskt

hänt historiskt och hur förhåller det sig till historiska nivåer? Om vi exempelvis ska göra prognoser på fritt kassaflöde som börjar med prognoser av försäljning och vinstmarginal, vad har frekvensen och nivån varit för bolag i samma sektor eller i liknande storlek varit historiskt?

Historiskt har det exempelvis varit svårt att leverera hög försäljningstillväxt i många år i följd.

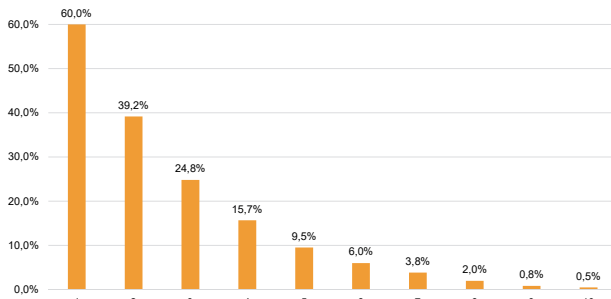
Antal år i rad med en försäljningstillväxt över 10%



Källa: Bloomberg, Garantum

Detsamma gäller för vinsttillväxten där det är ännu färre bolag som lyckats bibehålla en hög tillväxt i flera år i följd.

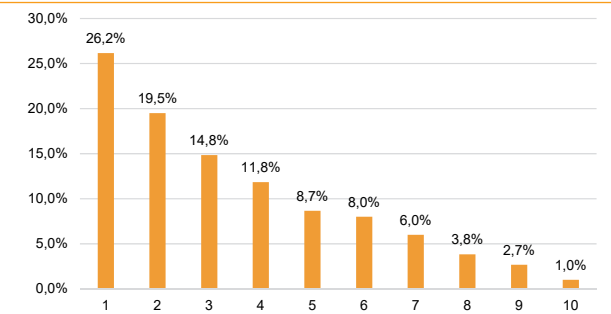
Antal år i rad med tillväxt i rörelseresultatet över 10%



Källa: Bloomberg, Garantum

Det är också relativt ovanligt att bolag lyckas bibehålla en hög lönsamhet i många år i följd.

Antal år i rad med rörelsemarginal över 20%

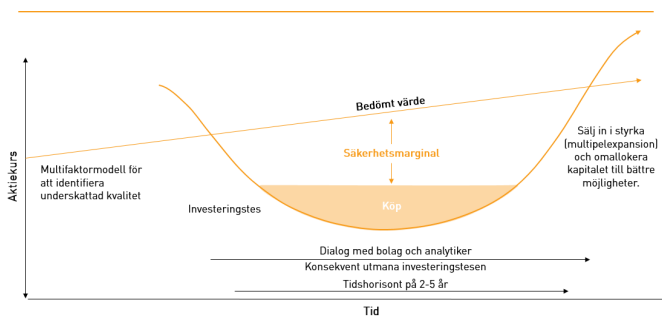


Källa: Bloomberg, Garantum

Vi kan tydligt se att om vi tittar på stora europeiska bolag i STOXX 600 är det ovanligt att lyckas bibehålla en hög tillväxt både i försäljning och rörelseresultat över tid. Dessa data hjälper oss att se om våra prognoser verkar rimliga. Hur många år har vi antagit att tillväxten ska vara hög? Samma med lönsamheten, hur många år har vi antagit att man behåller höga marginaler? Sen kan vi också jämföra den absoluta tillväxttakten på ett år, tre år, fem år och så vidare, med vad bolag i liknande storlek och i samma sektor lyckats leverera historiskt. På så sätt kan vi snabbt rimlighetschecka våra antaganden och förhoppningsvis förbättra våra prognoser.

Vi försöker hitta investeringar där vi har så mycket säkerhetsmarginal att vi inte behöver historiskt osannolika tillväxttal. Vi bildar oss innan en investering alltid en uppfattning om hur ett huvudscenario, ett positivt scenario och ett negativt scenario ser ut och vilka indikatorerna är. På så sätt kan vi löpande utvärdera om våra prognoser är för optimistiska eller pessimistiska och korrigera därefter.

Investerings livscykel



Källa: Bloomberg

Vi använder flera modeller för att hitta potentiella bolag där marknadsvärdet potentiellt inte reflekterar bolagets kvalitet och där prognoserna på framtiden är rimliga. Efter det skapar vi en investeringstest kring bolagets lönsamhet, värdeskapande tillväxt och risk som vi sen jämför hur attraktiv den är relativt andra investeringar vi utvärderar.

När vi hittat ett spännande bolag med en attraktiv investeringstest till varför bolaget bör vara mer värt en vad marknadsvärdet reflekterar med god säkerhetsmarginal börjar vi köpa. Därefter utvärderar vi löpande om vår investeringstest håller och förhoppningsvis när vi får rätt och värderingen börjar reflektera det bedömda värdet säljer vi och investerar i bättre möjligheter.

Rockwool och Roche är två bolagsexempel med olika typer av tillväxtprofil vi äger i Aktie-Ansvar Europa. Bolagen har goda tillväxtpotentialer, underskattad kvalitet och en god säkerhetsmarginal mellan marknadsvärde och vårt bedömda värde.

Rockwool

Rockwool är världens största tillverkare av stenull och en av de ledande producenterna av mineralull. Företaget har tillverkningsanläggningar i Europa, Nordamerika och Asien. Rockwool är beroende av Europa, som står för nästan 80% av intäkterna, med Tyskland och Frankrike som de största marknaderna. Grundat 1909, är Rockwool ett av Danmarks äldsta och mest välkända bolag. Medlemmar av grundarfamiljen Kähler äger fortfarande en betydande andel av aktierna. Rockwools kärnkompetens är stenull, och de har utvecklat många produkter baserade på detta material, inklusive isolering, akustiktak, odlingssubstrat och fasadpaneler. Isoleringsdivisionen står för cirka 80% av koncernens försäljning och förväntas gynnas av ökande EU-reglering. Rockwool förväntas dra nytta av långsiktig strukturell tillväxt inom renovering eftersom vi tror att renoveringstakten kommer att öka när regeringar strävar efter att minska koldioxidutsläppen från byggnader. På kort sikt bör Rockwool fortsätta att gynnas av stark efterfrågan inom nybyggnation. Rockwool påverkades kraftigt av den accelererande kostnadsinflationen under 2021 och har därför ändrat sin prissättningsstrategi, vilket bör påverka marginalerna positivt.

Rockwool har en ROIC på cirka 14% och en WACC på cirka 8%, men avkastningskravet kanske ska vara högre givet den lite mer osäkra inramningen. Det är god marginal mellan ROIC och WACC vilket är grunden för värdeskapande tillväxt. Analytikerkåren förväntar sig en snittförsäljningstillväxt på ca 5% fram till 2029.

Analytikerårens tillväxtförväntningar

MEUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	Trend
Intäkter	2757	2602	3088	3907	3620	3713	3892	4098	4249	4589	4815	
Årlig tillväxt (%)	0%	-6%	19%	27%	-7%	3%	5%	5%	4%	8%	5%	
Rörelseresultat	364	341	401	402	541	561	583	621	630	682	721	
Marginal (%)	13%	13%	13%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
Fritt kassaflöde	14,76	95,34	133	117	434	275	233	266	410	495	567	
Marginal (%)	1%	4%	4%	3%	12%	7%	6%	6%	10%	11%	12%	

Källa: Bloomberg

Rockwool dock går att räkna hem med 5% försäljningstapp i år och nästa och därefter två procent tillväxt per år med ett avkastningskrav på 10% med dagens aktiekurs. Vi har alltså sannolikt en hög säkerhetsmarginal mellan bedömt värde och marknadsvärdet. Rockwool har hög lönsamhet, god tillväxtpotential, strukturell medvind och låg skuldsättning. Det enda orosmomentet är att verksamheten är cyklisk, men vår bedömning är att det mer än väl reflekteras i aktiekursen. Här är vi mycket optimistiska kring den långsiktiga tillväxtpotentialen, men cyniska kring nuvarande prognoser och paranoida kring ytterligare försämringar i nybyggnationen som vi följer löpande. På så sätt balanserar vi synen på den långsiktiga potentialen i bolaget med försiktiga förväntningar på kort sikt samt en paranoid löpande utvärdering av vår investeringstest och vårt ägande i bolaget.

Roche

Det kan svänga fort på aktiemarknaden och i förväntningarna på

framtiden. Läkemedelsbolagen är speciella på det sättet att verksamheten bygger på att löpande lyckas forska fram nya läkemedel som kan driva ytterligare tillväxt, samtidigt som befintliga patent successivt löper ut. Roche har en av världens främsta forskningsorganisationer och en av världens största forskningsbudgetar. Bolaget har dock gått från att inneha platsen som det läkemedelsbolag med mest spännande portfölj av nya potentiella läkemedel till det bolag ingen tror på efter en lång rad misslyckade försök i fas tre sedan 2022.

Läkemedelsbolagen är inte cykliska på det sättet att de är känsliga för konjunkturutvecklingen, men de är på sätt och vis cykliska i marknadens förväntningar på framtida succéläkemedel. Ibland blir marknadens förväntningar för pessimistiska, särskilt när det inte finns någon spännande katalysator i närtid, vilket också tydligt syns i den historiska aktiekursutvecklingen.

Aktiekurs Roche



Källa: Bloomberg, Garantum

År 2024 är ett mellanår för Roche på grund av att de inte har något spännande i fas tre utan alla spännande läkemedel är i fas två. Potentialen i läkemedlen i fas två prissätts sällan fullt ut av marknaden då det är långt kvar tills det potentiellt blir framtida försäljning. Roche är i en liknande situation som AstraZeneca var i innan Pascal Soriot kom in som ny vd. Det var ingen som trodde att det fanns något av värde i Astras utvecklingsportfölj, sen blev de det snabbast växande bolaget i branschen av de stora läkemedelsbolagen. Roche har fått in Thomas Schinecker som ny vd som likt Pascal ska försöka vända utvecklingen. Han behöver inte göra i närheten av samma resa som Astra, det finns gott om säkerhetsmarginal i värderingen idag. Vår bedömning är att Roche har många spännande läkemedel i fas två. Långsiktigt är vår bedömning att marknaden sannolikt underskattar potentialen, då den ligger bortom de kommande kvaralen, vilket är de flesta analytikers och investerares horisont.

Roche är ett bolag med över 20% ROIC och en WACC på cirka 7%, de har en mycket värdeskapande tillväxt. Konsensus förväntar en organisk försäljningstillväxt på 3% och en tillväxt i fritt kassaflöde på cirka 5% per år fram till 2029. Bolaget har inga större patent som faller ut i närtid men handlar med kraftig rabatt mot konkurrenterna och mer än en standardavvikelse lägre än normalt på de flesta värderingsmultiplarna. Vår bedömning är att Roche med hög sannolikhet kommer att lyckas skapa en spännande produktportfölj med nya potentiella läkemedel och då kommer marknaden återigen få upp förhoppningarna om framtida tillväxt.

Det finns gott om säkerhetsmarginal i dagens nedtryckta marknadsvärde. Vi är optimistiska om att Roche ska återvända till att vara erkänd som en av världens främsta forskningsinstitutioner inom läkemedel. Samtidigt är bolaget också en stor långsiktig vinnare på användandet av AI. De använder redan idag AI för att effektivisera läkemedelsutvecklingen och förbättra både produktionen av och mjukvaran i sina diagnostikprodukter. Att snabbare kunna identifiera nya potentiellt användbara molekyler till nya läkemedel med hjälp av AI höjer den långsiktiga tillväxtpotentialen i hela industrin, som länge lidit av fallande produktivitet inom forskning och utveckling. Vi är samtidigt cyniska när det gäller större genombrott, men även med väldigt försiktiga antaganden om potentialen i forskningsportföljen kommer vi fram till att Roche är attraktivt värderat. Kvaliteten i bolaget är kraftigt underskattad. Vi är såklart också lite paranoida och följer löpande framstegen i fas 2.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis är det mycket att ta hänsyn till om vi ska förbättra sannolikheten för överavkastning genom att titta på bolagens tillväxt och förväntningarna på framtida tillväxt. Är tillväxten värdeskapande eller har kanske hela sektorn problem? Var befinner sig bolagen i vinstcykeln, har vi en grundlig förståelse för verksamheten och hur ser förväntningarna ut? Hur har liknande situationer sett ut historiskt och har vi god säkerhetsmarginal i våra prognoser? Det gäller att vara optimistisk om framtiden och våga ta risk, särskilt när och där ingen annan vill. Givet osäkerheten måste vi dock att skapa goda säkerhetsmarginaler både genom att vara lite cyniska och paranoida. I dagens extremt spretiga konjunkturinramning finns det fortsatt goda möjligheter att hitta fina bolag med för låga förväntningar prissatta i aktiekursen med god säkerhetsmarginal.

Den här strategirapporten publicerades den 21 maj 2024.

Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 16 maj 2024.



ERIC KARLSSON

Eric Karlsson har nära 8 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 >