



Mats Jonnerhag har jobbat 30 år i finansbranschen som företags-, börs- och makroanalytiker samt som chefredaktör för tidningen Börsinsikt, som han grundade 1982. I dag arbetar han med nordiska kunder för Adler Bank i Zürich, Schweiz, som marknadsstrateg och kapitalförvaltare.

Denna skola började med investeringsklockan och hur tillgångar bör fördelas i olika skeden av konjunkturcykeln. Sedan gick vi in i makrostatistikens värld, och i avsnittet därefter var fokus inställd på hur börser betar sig i de olika konjunkturskedena. I denna del tar vi ned analysen till branschnivå.

ILLUSTRATION: TOBIAS FLYGAR

Var sak har sin tid i börscopykeln

Sett över många år finns en underliggande trend i konjunkturen, där ekonomierna, beroende på vilken som studeras, växer med i genomsnitt 2–3 procent per år. Den långa trendrörelsen kan i sin tur brytas ned i ett antal ungefär femåriga konjunkturcykler, där förändringarna i ekonomins tillväxt från ett år till ett annat kan vara mycket stora. Börsen följer naturligtvis den ekonomiska utvecklingen i den lokala och globala ekonomin, men aktiemarknaden ligger vanligtvis något eller ett par kvartal före denna. Vi vet dock i ett givet ögonblick inte om allt eller bara en del av den förväntade utvecklingen i framtiden är diskonterad (inprisad).

Företagsnyheter som delårsrapporter, ordergång och orderstock, VD-byte, förvärv och företagsförsäljningar påverkar situationen för både enskilda aktier och branscher, och detta nyhetsflöde måste vi som aktieplacering hålla oss informerade om. Här är Internet till stor hjälp.

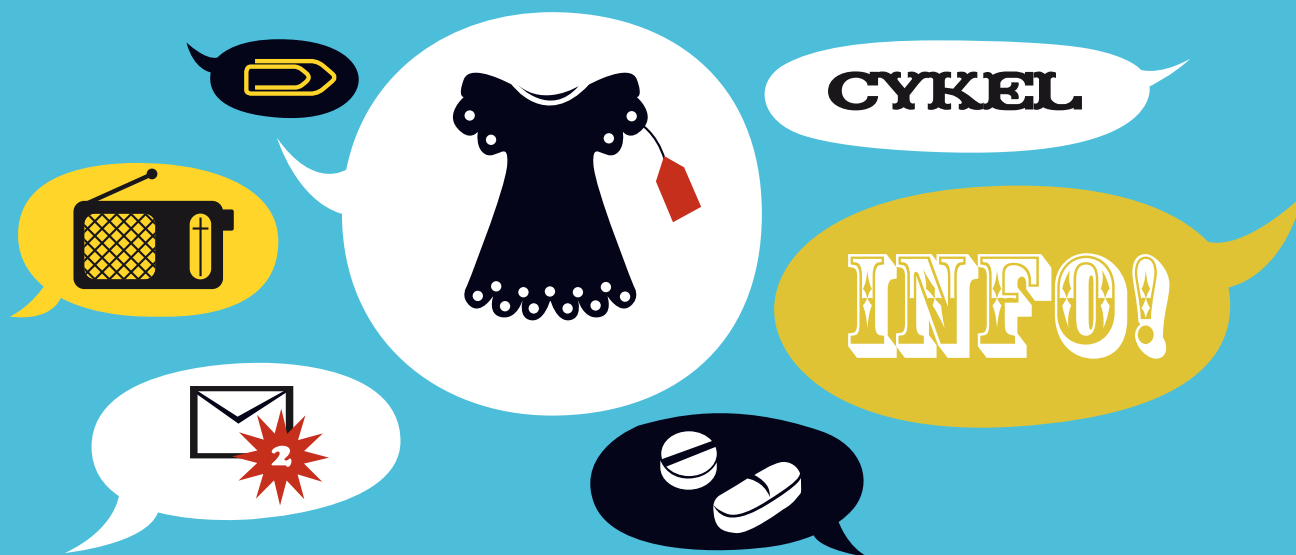
Sektorer och branscher

Nasdaq OMX, liksom andra börser, grupperar de noterade bolagen efter ett visst mönster. I ett första steg delas bolagen in i tre segment: Stora, medelstora respektive små. Detta första segment definieras som bolag med ett börsvärde (antal aktier gånger aktiekursen) på över 1 miljard euro (runt 11 miljarder

Kursplan

1. Introduktion
2. Grunderna för framgång
3. Makroekonomi A
4. Makroekonomi B
5. Börspsykologi
- 6. Branscher – när och vilka?**
7. Bolagens nyckeltal
8. Teknisk analys
9. Riskspridning och alternativ

kronor). Småbolagen innefattar bolag med ett börsvärde på under 150 miljoner euro (runt 1,7 miljarder kronor). Bolagen i mellanskiktet ska ha ett börsvärde på mellan 150 miljoner och 1 miljard euro. Revidering av listorna sker halvårsvis.



I nästa steg och för varje segment delas företagen in i tio sektorer. Detta sker enligt den internationella standarden GICS (Global Industry Classification Standard). Grupperingen är identisk på börser över hela världen, vilket underlättar en jämförelse av aktier på olika marknadsplatser. De 10 sektorerna på den första nivån indelas därefter i ett antal (24) industrigrupper, och vidare, på den tredje nivån, i ännu fler branscher. De tio sektorerna är:

- Energi
- Material
- Industrivaror och -tjänster
- Sällanköpsvaror och -tjänster
- Dagligvaror
- Hälsovård
- Finans
- Informationsteknik
- Telekomoperatörer
- Kraftförsörjning

För dessa 10 sektorer finns noterade index, till exempel SX 35 Hälsovård, och diagram över dem kan du få fram i Aktiespararnas program *Hitta kursvinnare*. De tvåsiffriga sektorindexen är sedan uppdelade i industrigrupper. För SX 35 innebär

det i nästa steg två index, SX 3510 Hälsovårdsutrustning och -tjänster samt SX 3520 Läkemedel, bioteknik och hälsovetenskap. På den tredje nivån grupperas företagen ännu mer finmaskigt, och SX 3520 fördelas nu på ytterligare tre branscher. På Stockholmsbörsens webbplats, www.nasdaqomxnordic.com, finns mer information. (Aktiespararens aktieguide använder ett system som är något mer detaljerat än sektorindelningen, se sidorna 69–74.)

Därmed är vi mogna för att ta ned analysen ett steg och presentera en lite annorlunda indelning av börsens företag, som mer speglar risk och möjligheter och som även tar hänsyn till de funderingar vi bör ha när vi granskar dem. Min modell styr så att säga också in bolagen i en analysfälla, och jag kommer här utan närmare beskrivning att beröra olika analysätt.

Säg att vi i dessa osäkra tider som råder, med recession, bank- och finanskris och fallande företagsvinster, funderar på om läkemedelsföretag kan vara något att satsa på. Kanske tänker vi då på Astra Zeneca, som vi hittar i sektorn Hälsovård, där konjunktur-

beroendet borde vara ganska lågt. Vi människor torde bli krassliga oavsett hög- och lågkonjunktur.

Marknadsrisken är en risk som alltid finns i samband med aktieplaceringar, och den kan inte elimineras. Börsen som helhet kan ju braka ihop och dra med sig alla aktiekurser nedåt för att till exempel ytterligare en bank går omkull och placerarna säljer alla aktier oavsett bransch. Detta hände hösten 2008, när den anrika amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick omkull. Men både bransch- och bolagsrisken borde relativt sett vara ganska låga i ett läkemedelsbolag, beroende på ett lågt konjunkturberoende, och i det här fallet också beroende på låg skuldsättning.

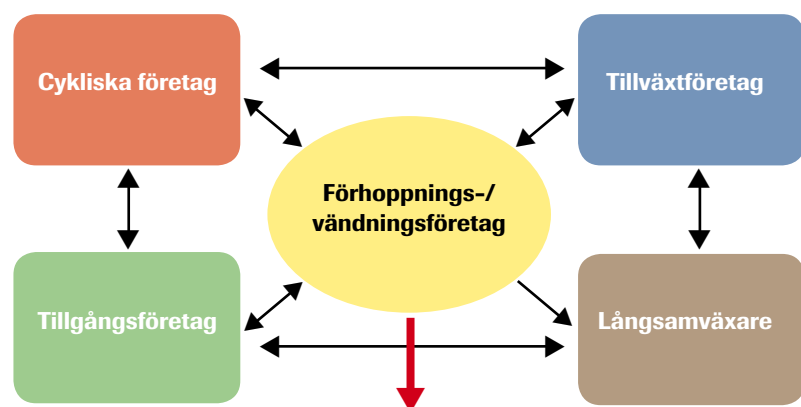
Samtidigt har vi kanske Electrolux i åtanke som en chansning. Electroluxaktien, som hittas i sektorn Sällanköpsvaror och -tjänster, har, till skillnad mot Astra Zeneca, rasat rejält i kurs det senaste året på grund av den starka kopplingen till privatkonsumtionen, inte minst i USA. Tanken skulle kunna vara att Electroluxaktien kanske är nära botten och därmed kan erbjuda en riktigt fin avkastning det kommande året.

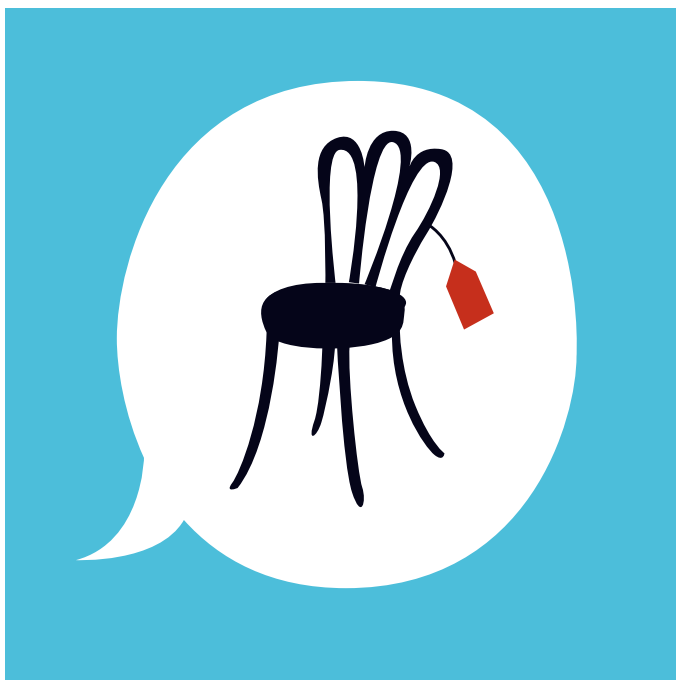
Följdfrågan blir i vilka kategorier Astra Zeneca och Electrolux ska placeras för att ge oss en uppfattning om risk och angreppssätt. Innan vi kan göra detta måste vi definiera några olika huvudgrupper (se figur 1 här intill) och identifiera specifika karaktäristika.

Risk- och analysgrupper

Cykliska företag är speciellt känsliga för förändringar i konjunkturen, valutakurser och råvarupriser. Aktierna i dessa bolag går upp tidigt i konjunkturcykeln, vilket innebär att de når sin kursbotten 5–9 månader

Figur 1.
Huvudgrupper av företag





innan konjunkturen träffar sin botten och vänder nedåt ungefär lika lång tid innan konjunkturen når sin topp. Vinsterna svänger kraftigt från år till år.

I analysen av ett cykliskt och konjunkturkänsligt företag är P/E-tal (aktiekursen dividerad med vinsten per aktie efter skatt) förrådskt, ty när P/E-talet är som lägst är aktien ofta nära sin topp – inte nära botten, som gäller för de flesta andra aktier. Se därför hellre över flera konjunkturcykler; vad tjänar bolaget i genomsnitt och hur mycket svänger resultatet över/under denna "normallinje"?

P/S-talet, som mäter relationen mellan bolagets börsvärde ("price") och den totala försäljningen ("sales") är då ett bättre hjälpmedel när det gäller att värdera cykliska aktier. Ju lägre tal, desto bättre, och under 1 är bra, men nyckeltalet bör samtidigt ställas i relation till vinstmarginal och vinsttillväxt.

I mitten av juni 2006 värderades varje försäljningskrona för Electrolux till 30 öre (P/S-tal 0,3). Aktiekursen var då 80–90 kronor. Den som då köpte Electrolux-aktien kunde mindre än ett år senare sälja den för 170–190 kronor. I mitten av mars var P/S-talet 0,2 och kursen 62 kronor.

I den cykliska rutan återfinns skogs- och råvarubolag samt Industrivaror, men eftersom till exempel sektorn Industrivaror innehåller så olika företag som

Atlas Copco (industriutrustning som är konjunkturkänslig) och Loomis (säkerhets- och larmtjänster som är relativt okänsliga för konjunkturförändringar) måste vi gå ned ytterligare ett steg, till branschnivå, för att få rätt bild av risk, möjlighet och lämpligt analysangreppssätt.

Tillväxtföretag brukar definieras som bolag som ökar vinsten per aktie med mer än 20 procent per år, och det ska vara

en uthållig vinsttillväxt – inte bara enskilda år. Inga värderingsmodeller fungerar dock riktigt bra på snabbväxande företag.

Det så kallade PEG-talet (alltså P/E-talet dividerat med tillväxt i procent, "Growth") är ett bättre sätt att avgöra om en aktie i ett tillväxtbolag är billig eller dyr. Tumregeln är att om vinsten över flera år visar en tillväxt på i medeltal 20 procent kan aktien värderas till runt 20 gånger vinsten. Har vinsten i genomsnitt ökat med 25 procent per år bör den kunna motivera ett P/E-tal på omkring 25. I tillväxtsektorn hittar vi en del av konsumentföretagen, bland annat H&M, några av teknikföretagen samt vissa medieföretag.

Tillgångsföretag är inriktade på att förvalta någon form av tillgång, till exempel fastigheter, aktier, skogstillgångar, fartyg med mera. Dessa bolag kan oftast också delpliceras i gruppen långsamväxare, och kursutvecklingen följer, med viss rabatt, i regel prisutvecklingen på den underliggande tillgången de förvaltar. För oss som investerare handlar det här främst om att dels värdera den rabatt till vilken tillgången prissätts relativt likvärdiga alternativ, dels bedöma den framtida pris- och efterfrågeutvecklingen för tillgångarna i fråga.

Detta är inte en lätt uppgift, och i tider som nu handlar det inte bara om att man värderar substansen (slaktvärdet) utan också granskar den finansiella situatio-

nen, när lån ska återfinansieras, vilka finansiella muskler som finns och vilken kreditvärdighet företaget har. I denna sektor finner vi fastighets-, investment- och förvaltningsbolag, rederier (delvis) och skogsbolag som har skogstillgångar i balansräkningen. Det nyckeltal vi främst tittar på för denna grupp är justerat eget kapital, JEK, till vardags benämnt substansvärde, och hur denna tillgångsmassa förräntas.

Långsamväxare är företag/branscher där vinsten ökar med mindre än 15 (enligt min definition), oftast 5–10, procent per år. Detta är vad man kan säga "säkra kassakossor", som sällan överraskar vare sig på nedåt- eller uppåtssidan och som ger aktieägarna en låg men stabil avkastning över flera konjunkturcykler.

Här fungerar värderingsmodeller, som jämförelse, av P/E-talsvärdering (relativvärdering) och direktavkastning relativt andra bolag i branschen väl. Även kassaflödesvärdering kan med fördel användas, eftersom det är betydligt lättare att förutsäga framtida vinster för denna kategori än för tillväxtföretag.

Ett exempel på företag i denna kategori är Axfood, som ingår i sektorn Dagligvaror. Bolaget är ett typexempel på långsamväxare i en sektor där försäljningstillväxten ligger på runt 5 procent per år (ökningen av livsmedelsförsäljning) och vinsttillväxten på ett par procent om året i genomsnitt. I gruppen Långsamväxare hittar vi i regel handelsföretag, kemi- och läkemedelsbolag, konsumentvaruföretag (dagligvaror), tekniska konsulter (vissa), bank och finans samt medicinteknik.

Förhoppnings-, vändningsföretag och företag under förändring. I den mellersta rutan i figur 1 på sidan 47 finns förhoppningsföretag som är nyintroducerade, med en till synes god affärsidé som ska lanseras. Men det behövs kapital för produktutveckling och marknads lansering, och dessutom förväntas aktieägarna vara villiga att skjuta in nya pengar i flera omgångar. Vinsterna i förhoppningsbolag ligger i bästa fall ett par år in

i framtiden, men för de allra flesta ligger de senare än så, om de överhuvudtaget kommer dit.

I denna kategori hittas, å andra sidan, de största kursvinnarna som blir precis som de som satade pengar i projekten hoppades att de skulle bli – mångdubblare! Dessvärre finns här också en stor skara företag, majoriteten om vi ska vara uppriktiga, som floppar och antingen blir ingenting eller harvar sig fram med en högst medioker utveckling.

En inte helt ovanlig utveckling är att ett bolag marknadsförs med en spännande produkt under utveckling med stor framtidspotential. Ett genombrott sker och det blir ett tillväxtföretag under något år, men nya produkter kommer inte fram, konkurrenter kommer i kapp – med resultat att ”stjärnprodukten” mognar och bolaget blir en långsamväxare.

Bolag som befinner sig i en vändningssituation kan också placeras i denna kategori. Här finns företag som har problem och som på ett eller annat sätt måste omstrukturera sin verksamhet. Det kan exempelvis vara ett tidigare tillväxtföretag som vuxit för snabbt och förbrukat sitt kapital, och verksamheten måste finansieras upp med nytt kapital. Det kan också handla om företag som inte hängt med i teknikutvecklingen och som ändrar inriktning och affärsidé i grunden.

Den kanske mest intressanta gruppen i detta sammanhang är de företag som via ”pausrutan” i mitten är på väg i en förflyttning, till exempel från att ha varit en

långsamväxare till att efter ett tekniskt genombrott, ett förvärv eller någon annan avgörande händelse är på väg att bli ett tillväxtföretag. Blir ompositioneringen lyckosam väntas en helt annan värdering och därmed kursutveckling på börsen. De riktigt stora kursvinnarna hittas i mittenrutan – men även de stora kursförlorarna. Det finns dock inga givna värderingsregler utan handlar mer om taktik och fingertoppskänsla än om värdering. Viktigt här är att man tittar på kapitalförbrukningen per månad eller kvartal.

Indelning i konjunkturcykeln

Avslutningsvis ska vi återvända till Investeringsklockan, som presenterades i del 2 av denna analyskola. Konjunkturcykeln genomlever i denna indelning fyra stadier (se figur 2 nedan):

Reflation (klockan 6–9). Tillväxten, mätt som BNP, industriproduktion och sysselsättning, viker, det är recession, och inflationen minskar i takt med att den ekonomiska tillväxten blir allt svagare. Centralbankerna sänker styrräntorna, och prisökningstakten minskar i denna omgivning. Här är sektorerna Hälsovård och Telekomoperatörer relativt sett bäst, men även Dagligvaror hakar vanligtvis på. Här handlar det alltså om att man bör ha övervikt av defensiva bolag med lågt konjunkturberoende och låg skuldsättning. Observera att jag här och i det nedanstående talar om relativ utveckling, alltså att vissa sektorer går bättre än andra.

Återhämtning (klockan 9–12). Klockan 9 når tillväxten i bot-

ten, och däromkring vänder finanssektorn uppåt med banker i spetsen, men även fastighetsbolag hakar på. Allteftersom tiden går stiger aktierna i konjunktur känsliga sektorer som sällanköpsvaror (bilar, kylskåp med mera) och IT. Det mesta på börsen går bra, men nämnda sektorer brukar gå lite bättre än andra.

Överhettning (klockan 12–3). Klockan slår 12, och Investeringsklockan går in i kvadranten överhettning. De sektorer som går bäst här är Industri och Material, följda av Energi på slutet. Riktiga kursrusare hittar vi i rutan med förhoppningsbolag som alla vill äga, eftersom den framtida avkastningen väntas gå i skyn. Men klockan 3 når konjunkturen zenit, och efterhand kommer verkligheten i kapp förhoppningarna.

Stagflation (klockan 3–6). Denna fas i konjunkturcykeln innebär att den ekonomiska tillväxten viker nedåt men att inflationen fortsätter stiga, bland annat som en effekt av de stigande råvarupriserna i föregående fas. Detta slår igenom med viss eftersläpning, och denna fas är den allra sämsta för aktieplaceringar. Har vi inte gjort det fram emot klockan 14.30 är det nu dags att börja undervikta IT, Industri och Material, och helst ska vi vara ute ur aktiemarknaden helt. Definitivt ska vi vara ute ur banker, fastighets- och investmentbolag, men möjligen kan vi hitta en positiv avkastning i Energiförsörjning och Dagligvaror. El och mat måste ju alla ha, oavsett konjunkturläge.

Figur 2



Vad är klockan nu?

Om någon läsare av denna spalt undrar så är min gissning att vi på investeringsklockan befinner oss mellan klockan 7 och 8 just nu. Tillväxten rasar, inflationen likaså, centralbankerna drar ned sina styrräntor för att försöka stimulera ekonomierna. Det är typiskt för den här kvadranten. Samtidigt går det mesta på aktiemarknaden dåligt, men telekomoperatörer och hälsovårdsföretag kan klara sig hyggligt.

Tidigare avsnitt av skolan finns att läsa på www.aktiespararna.se/utbildning.