

VAD ÄR VÄRDE?

Av Erik Amcoff
Kommunikationschef

De senaste åren har värdebolag ratats av marknaden. I USA är det snabbväxande teknikbolag som har gällt och i Sverige även bioteknik och andra högriskprojekt. Men vad är egentligen värde?

En tudelad marknad

2018 har varit tillväxtaktiernas år. Eller vad sägs om Sobi +65 procent, Oncoceptides +84 procent och Oasmia +458 procent? Samtidigt har värdebolag som Holmen, Sandvik och Investor harvat kring nollan. Handelsbanken, Swedbank, SEB och Nordea står alla på minus. Förvisso finns det anklagelser och rykten om penningtvätt, inte minst i spåren av Danske Bank-skandalen, men samtliga fyra storbanker har starka positioner, är välkapitaliserade och en stabil hög direktavkastning.

Värde är ute, tillväxt är inne. Det gäller förstås inte bara Sverige. Motsvarande utveckling kan vi se i andra länder, till exempel i USA där tillväxt har gått bättre än värde under en rekordlång period (graf 1). Som synes har värdebolag utklassat tillväxtbolag allt som oftast sett till rullande tioårsperioder. Enda undantagen är tre perioder på 1950- och 60-talet, i samband med it-hajpen runt millennieskiftet och nu.

Det här har förstås varit frustrerande för värdeförvaltare som investerar långsiktigt i stabila företag med starka balansräkningar, pålitliga vinster och gärna en hög direktavkastning.

Vad är värde?

Ovanstående bolagsexempel visar hur marknaden har premierat "growth", det vill säga snabbväxande företag med hägrande vinster och ofta svaga balansräkningar. Sämre har det gått för det vi kallar value, eller värde. Men vad är då värde?

Återkommande definitioner är låga p/e-tal, hög direktavkastning och starka balansräkningar – definitioner som de flesta torde vara överens om. Det är också den typen av nyckeltal till exempel Morningstar tittar på

Välkommen till CF Report!

Rapportserien behandlar en rad ämnen, trender och utmaningar som investerare berörs av i Sverige, Norden och på världens marknader.



Sammanfattning

► De senaste åren och inte minst i år har tillväxtaktier ("growth") utklassat värdeaktier ("value"). Fenomenet är detsamma i USA, Europa och Sverige. De senaste månaderna kan ett trenderbrott ha inträffat.

► Många index har dock en missvisande definition av value, med för mycket fokus på exempelvis låga vinstmultiplar. Value är mer komplext än så och kokar ned i begreppen "intrinsic value" och "margin of safety".

► Value sägs gå bättre än growth i tider av stigande inflation och ett stigande ränteläge, men det bevismaterialet är tunt.

► Den som i nuläget investerar i growth hakar på den hetaste trenden med spännande och högt värderade bolag. Den som köper value är "contrarian".

för att "boxa in" företag och fonder i olika kategorier.

Stabilitet premieras framför tillväxt, en stor kassa framför belåning, och utdelningar framför nyemissioner.

Så långt råder det alltså enighet, men sen blir det lite svårare. Vid vilket p/e-tal och vid vilken direktavkastning går gränsen mellan value och growth? Vilken betydelse har andra nyckeltal? Och räcker det med nyckeltal för att identifiera en värdeinvestering? Ett återkommande ord i litteraturen är "contrarian", det vill säga att värdeförvaltare gärna letar attraktivt värderade bolag där den stora flocken för tillfället inte är. Att åsätta "contrarian" ett nyckeltal är lättare sagt än gjort.

Ken Fisher - som inte är en värdeinvestering - hävdar att värdebolag är alla bolag som har ett lägre P/e-tal än marknadens snitt, men riktigt så enkelt är det inte, åtminstone inte enligt Carnegie Fonders förvaltare.

Värdeinvesteringarnas urfader är Benjamin Graham, vars "The Intelligent Investor" från 1949 fortfarande är ett standardverk på området. Faktum är att självaste Warren Buffett, den främsta värdeinvesteringen genom tiderna, har skrivit förordet till nyare upplagor av boken och framhåller den som "den bästa bok om investeringar som någonsin skrivits".

(Warren Buffett brukar för övrigt lyfta fram ett annat begrepp när han definierar riktiga värdebolag, nämligen "moat" – vallgrav. Värdebolag har breda vallgravar som gör det svårt för konkurrenter att komma åt dem. Det kan röra sig om starka varumärken, storlek, starka patent eller tillgång till insatsvaror.)

Men hur definierar då Benjamin Graham "value"? Inte så jättetydligt, visar det sig. Det han däremot återkommer till hela tiden är att man som investerare ska investera i bolag, inte aktier, och att man ska göra det när priset är en bra bit under företagets "intrinsic value", det verkliga eller det inneboende värdet. Du vill ha en "margin of safety" mellan det pris du betalar och det värde du har åsatt bolaget i din analys: price is what you pay, value is what you get.

Men visst hade Benjamin Graham också krav på sina värdebolag, krav som kan tyckas extremt stränga: Bland annat ska värdebolag kunna visa på en obruten utdelning under de senaste 20 åren och att vinsten per aktie ska ha ökat med minst 30 procent de senaste tio åren.

Exakt hur man räknar ut det inneboende värdet kan variera, men poängen är att man gör det och därigenom kan känna sig trygg med sin investering även när marknaden skakar till. En värdeinvestor investerar långsiktigt, när det är rea. Därigenom får du en säkerhetsmarginal som gör att du kan sova gott om natten. Du "vet" vad bolaget egentligen är värt, och behöver inte bry dig om marknadens flockbeteende och kortsiktiga nyckler.

Value handlar inte enbart om P/e-tal eller direktavkastning, tvärtom vad många index visar. I en undersökning som nyligen utfördes av BCA, The Bank Credit Analyst, visade det sig att "värdeindex" generellt sett har flera brister: de tittar enbart på historiska multiplar, de tittar på PB-multiplar som gynnar "serial acquirers" och de gör inga försök att sätta in dagens data i en historisk kontext. För den som investerar i aktier för att göra anspråk på företags kommande kassaflöden blir dylika index högst irrelevanta.

BCA konstaterar sammanfattningsvis att värdeförvaltning handlar om att med hjälp av fundamental analys identifiera värdepapper som är tillfälligt undervärderade:

"... an essential element of value investing is the identification of stocks that are temporarily trading below their intrinsic value. The temporary drag may persist for a while – stock markets can remain oblivious to fundamentals for extended stretches – but it is ultimately expected to dissipate. Value investing is a play on negative overreaction or neglect, and dedicated value investors have to be contrarians, not to mention contrarians with strong stomachs."

Värde enligt Carnegie Fonder

Som värdeinvestor skriver Carnegie Fonders förvaltare under på Benjamin Grahams idé, där grunden för investeringen är en fundamental analys för att identifiera företag som är undervärderade av marknaden. I investeringsprocessen är det därför följande som lockar:

► **Intrinsic value:** Genom att analysera affärsmodellen och kommande kassaflöden

handlar det om att räkna ut företagets verkliga, inneboende värde.

► **Margin of safety:** Det viktigaste av allt är att inte förlora pengar och därför är priset helt avgörande. Det finns många bra bolag, men de flesta av dem är högt värderade. Våga vara contrarian och investera när det är rea. Price is what you pay, value is what you get.

► **Hållbarhet:** Hållbara bolag är framtidssäkrade och har lägre risk.

► **Långsiktighet:** Vi investerar i bolag, inte aktier. Kortsiktiga kursrörelser är irrelevanta när långsiktiga värden ska byggas.

Investeringarna är ofta "contrarian", och alltid långsiktiga. Det finns inga exakta gränsvärden för olika nyckeltal, eftersom de måste anpassas efter bransch och marknadsförutsättningar (ränteläge, fas i konjunkturen, geografi et cetera). Några parametrar som Carnegie Fonders förvaltare dock gärna letar efter – i jakten på intrinsic value och margin of safety – är:

- ▮ Lågt p/e-tal. Att aktien är billig i förhållande till företagets uthålliga vinst.
- ▮ Stabil och enkel affärsmodell. Något vi förstår oss på och som går att räkna på.
- ▮ Hög utdelning. Det ger löpande intäkter och signalerar att företaget går bra.

- ▮ Rabatt på eget kapital. Att värdet på nettotillgångarna överstiger börsvärdet.

- ▮ Dolda eller undervärderade tillgångar. Till exempel verksamheter som kan säljas eller knoppas av utan att kärnverksamheten påverkas.

Grunden för investeringen är en fundamental analys

- ▮ Stark balansräkning & kassaflöden. Låg skuldsättning och bra kassaflöden ger stabilitet.
- ▮ Bra ledning. Företag ska ha en bra vd och en rekorderlig styrelse.

Hållbarhet är ett exempel på något inte nämns i Benjamin Grahams snart 70 år gamla bok, men som är självklart att beakta för en modern värdeförvaltare; inte bara för att det är "rätt", utan också för att värdeförvaltare är riskaverta. De ESG-relaterade utmaningar som världen står inför (klimatförändringar, nya regleringar, migration, stora tekniskiftet osv) är nämligen så omfattande och därmed en så stor potentiell risk att de måste beaktas och analyseras.

Vissa ESG-trender innebär också möjligheter. Framsynta bolag ser vart konsumenter och lagstiftare är på väg, och anpassar sitt utbud därefter.

Eftersom de är värdebolag är de långsiktiga och har råd att investera i forskning och utveckling.

Det är till exempel ingen slump att Duni snart har fasat ut plast från sina engångsartiklar så att både servetter och bestick blir komposterbara – och är därför redo när till exempel Ica år 2020 har fasat ut alla engångsartiklar av plast från sitt utbud.

När det gäller nyckeltalen ser Carnegie Fonders förvaltare på dem långsiktigt. När exempelvis Morningstar klassificerar värdebolag tittar man på P/e-tal historiskt samt prognos endast för innevarande år, vilket enligt oss är för kortsiktigt. En seriös analys försöker nå fram till en normaliserad vinst över en konjunkturcykel.

Trendbrott för värdebolag?

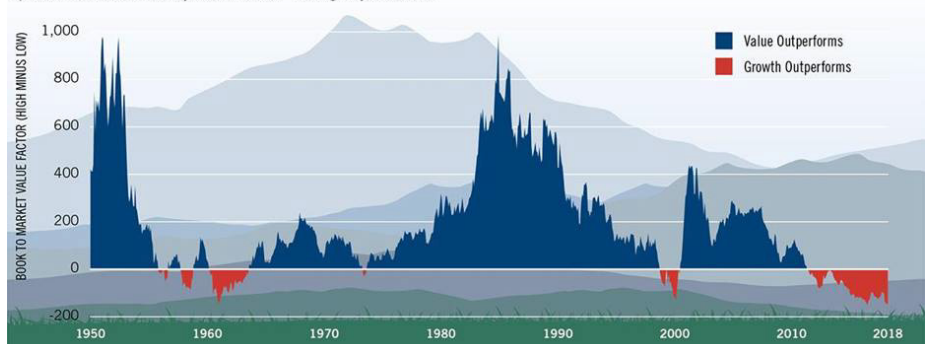
BCA pekar på tre "allmänna sanningar" – conventional wisdoms – som brukar dyka upp i diskussioner om vilken

Graf 1. Värdebolag bäst historiskt

Nu rekordlång period där tillväxt går bättre

Value Has Usually Beaten Growth

Top 10% Minus Bottom 10% by Book to Market—Rolling 10-year Returns¹



investeringsfilosofi som fungerar i olika faser av den ekonomiska cykeln:

- 1 Tillväxtaktier går bättre i tider av sjunkande eller låg inflation, medan värde går bättre när inflationen är på väg upp.
- 2 Ett stigande ränteläge gynnar värde.
- 3 Tillväxt går bättre i tider av recession, eftersom värdebolag anses vara mer exponerade mot konjunkturen. Värde däremot, anses gå starkt i början och mitten av konjunkturen.

BCA slår dock fast att dessa allmänna sanningar inte riktigt tål att granskas i ett historiskt perspektiv. Ett problem med undersökningen är, åter igen, att de index som finns tillhands är så undermåliga. För stort fokus på exempelvis historiska vinstmultiplar gör att värdeindex domineras av banker och tillväxtindex av teknik:

”Ultimately, determining the direction of the growth and value indexes is more about forecasting relative Tech and Financials performance than it is about identifying cheap stocks.”

Med det sagt ser BCA möjligheter med äkta value när penningpolitiken blir ännu mer högkäftig:

“There is no rush to increase value exposure while policy remains easy, but investors

should look to load up on value once policy becomes tight ...”

Vår tro

Den som tror att de senaste årens trend ändå håller i sig borde erinra sig hur ”sentimentet” såg ut 1999. Kommer ni ihåg Framfab, Icon Medialab, Spray och för den delen Ericsson? Trender kommer och trender går, men i längden är det faktiskt vinst per aktie som avgör (graf 2). Aktiekurser som växer snabbare än sin vinst per aktie kommer förr eller senare att slå i taket, något vi har sett otaliga gånger tidigare.

”The four most expensive words in the English language are ”this time it’s different.”

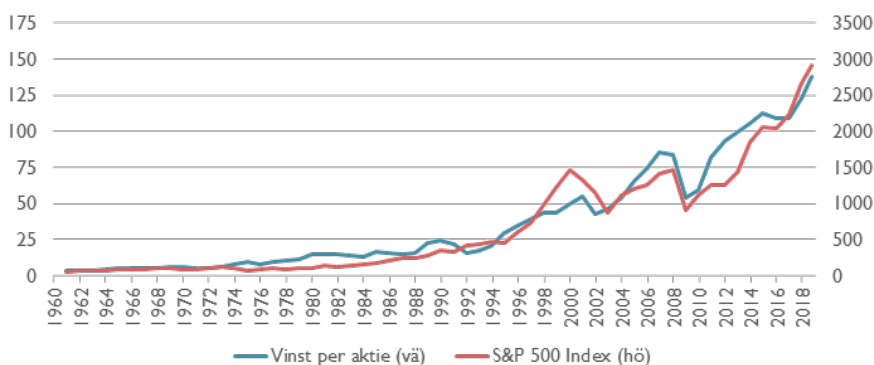
Eller som sir John Templeton, en contrarian investor som hade Benjamin Graham som lärare, uttryckte det: ”The

four most expensive words in the English language are ”this time it’s different.”

Som aktiva förvaltare och värdeinvestorer bryr vi på Carnegie Fonder oss inte om vilka trender som gäller, vilka bolag som är heta just nu eller vilka bolag som är störst i något index. Fokus ligger på att investera i välskötta företag när de handlas under sitt ”intrinsic value”.

Graf 2. Vinst per aktie avgör

Trender kommer och trender går



Författare



Erik Amcoff arbetar som kommunikationschef på Carnegie Fonder och är en del av bolagets råd för ansvarsfulla investeringar. Erik arbetade tidigare som journalist på bland annat Affärsvärlden och Dagens Industri.

Carnegie Fonder

Vi är aktiva förvaltare. Målet för alla våra fonder är att skapa en positiv och stabil avkastning. Den metod vi använder är fokuserad värdeförvaltning. Det innebär att vi investerar långsiktigt i ett mindre antal attraktivt värderade tillgångar som vi verkligen tror på.

Källor

- | Carnegie Fonders Ägarmanual (www.carnegiefonder.se)
- | Is It Time to Buy Value Stocks? BCA October 2018
- | The Intelligent Investor, Benjamin Graham 1949.
- | The Only Three Questions That Count, Ken Fisher 2006
- | Still Only one Winner in Growth Versus Value Fight, Michael Mackenzie, Financial Times October 20 2018
- | Världens 99 bästa investerare, Magnus Angenfelt 2013.