

tydliga

I samarbete med Alpcot AB

ALPCOT

"OMICRON SKAKADE MARKNADEN"

Marknads - insikter - utsikter

December 2021

Jonas Olavi, Allokeringsschef, Alpcot AB

Uppdaterad per 2021-11-30

REFLEKTIONER

En starkt påbörjad börs månad slutade med förhöjd volatilitet, dels i spåren på ökad insikt om att tiden med låga räntor blir allt knappare, och dels på grund av nya covidvarianter. Turbulensen skapar förstås en viss oro efter en lång uppgång, men konjunkturscenarios och börsförutsättningar ändrar sällan riktning tvärt.

Att just navigera i tandem med konjunkturförutsättningarna är överordnat kortsiktigare volatilitet som snarare bör tolkas som tillfällen av möjligheter.

Avskalat i sin enklaste form kan man konstatera att det viktigaste att hålla koll på är inflation och BNP-tillväxt. Dessa båda faktorer kan antingen stiga eller falla. Det innebär samtidigt att det är riktning snarare än nivå som är viktigast för att bedöma vilka tillgångar och marknader som kommer att vara intressantast att äga givet det konjunkturscenario man är inne i och på väg emot.

I konjunkturfase 1 stiger tillväxten medan inflationen är låg eller faller. Penningpolitiken är generell neutral och risktillgångar mår bra. Mindre intressanta är exempelvis långa obligationer. Många beskriver detta tillstånd som **Goldilocks** där det varken är för varmt eller för kallt.

I konjunkturfase 2 stiger både inflation och tillväxt, vilket brukar benämnas **Reflation**. Här brukar centralbankerna vakna till och bli mer åtstramande men aktier och andra risktillgångar fortsätter att må bra ännu ett tag. Att fortsätta undvika/undervikta obligationer brukar också vara en bra strategi.

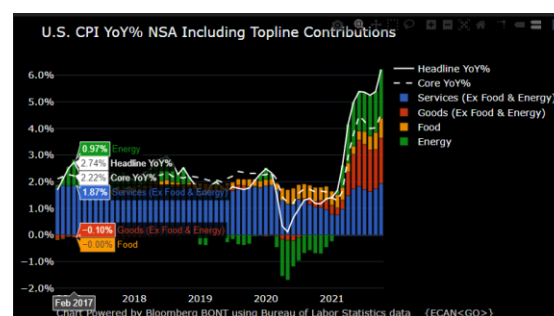
I den 3:e fasen så börjar tillväxten falla medan inflationen är hög eller fortsätter att stiga. I denna fas brukar penningpolitiken vara neutral. Aktier och andra risktillgångar uppträder nu svagare och mer defensiva tillgångar lyfter. Denna fas brukar benämnas **Stagflation**.

I den 4:e och sista fasen så faller såväl tillväxt som inflation. I denna fas går riktigt defensiva tillgångar som ädelmetaller, "säkra" valutor och obligationer bäst. Denna konjunkturfase, som vi helst vill skall vara så kort som möjligt, kallas **Deflationsfasen** och här är centralbankerna på tårna och stimulerar i olika hög grad.

Med vetskapen att aktiemarknaden kortsiktigt studerar riktning snarare än nivå, så är det viktigt att komma ihåg att vinsterna är det som är näst viktigast. Stigande vinster, även i avtagande takt, är i sig bra, men då måste man också relatera detta till värderingen. Är börs och bolag högt eller lågt värderade? Ofta är det så att när vinsterna ökar i allt lägre takt så blir det också allt svårare att försvara höga värderingar.

Med denna grund lagd skulle jag hävda att vi befinner oss i reflation, med sikte mot stagflation. Men vi kan mycket väl komma att pendla mellan dessa konjunkturansatser. I ett sådant scenario är det rimligt att förvänta sig högre volatilitet.

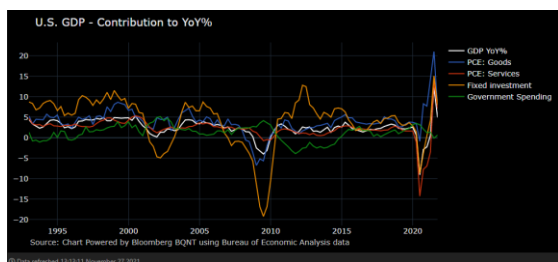
Inflationen har som alla känt av stigit och gissningsleken just nu är att avgöra hur mycket som är tillfälligt och hur mycket som är mer av permanent art. I nedan graf framstår energi och varuprisinflation som särskilt framträdande senaste året som andel av amerikansk konsumentprisinflation. Att energipriser stigit har flera förklaringar, men här bör man nog snarare tänka att det bästa botemedlet mot höga energipriser är just höga priser, eftersom det lockar fram ökad produktion och letande efter ny olja. Även om det är svårt att avgöra när priserna kommer börja falla så har historien visat att det sällan är höga priser länge. Att varor blivit dyrare har med att företagen i denna fas haft lätt att höja priser, eftersom det varit efterfrågestyrt. P.g.a. av pandemin har konsumtion av varor ökat på bekostnad av tjänster. Nu ser vi i.o.f. att priset på tjänster ökar, men det handlar snarare om en återhämtning till tidigare nivåer.



Källa: Bloomberg

Utför ett konjunktorellt perspektiv så får vi konstatera att inflationen är hög och ännu stigande, men förmodligen ganska nära en topp.

Vänder vi blickarna till bnp-tillväxten och fortsätter att ögna oss igenom amerikansk data ser vi att 2021 bör vara toppnoteringen för denna gång.



Källa: Bloomberg

Eftersom jämförelsetalen leder till höga tal i återhämtningen blir den kanske mest intressanta frågan vilken tillväxt vi får se kommande 1-2 år.

See Last Actuals	Real GDP (yoy %)			CPI (yoy %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
G-10	4.99	3.90	2.29	3.12	2.85	1.85
USA	5.5	3.9	2.5	4.5	3.7	2.3
Japan	2	2.6	1.3	-0.2	0.7	0.7
Euro	5.1	4.2	2.3	2.5	2.3	1.5
United Kingdom	6.95	5	2.05	2.4	3.6	2.1
Canada	5	4.05	2.6	3.3	3	2.1
Australia	3.85	3.75	3	2.7	2.5	2.3
Sweden	4.1	3.4	2.1	2	2	1.6
New Zealand	5.1	3.5	2.8	3.5	2.65	2.15
Switzerland	3.4	2.9	1.7	0.5	0.6	0.6
Denmark	3.4	3.15	1.95	1.5	1.5	1.6
Norway	3.8	3.95	1.85	3.2	2	1.7
Germany	2.8	4.3	2.05	3.1	2.4	1.8
France	6.7	4	2.2	2	1.97	1.55
Italy	6.3	4.4	2	1.8	1.8	1.2

Källa: Bloomberg, konsensus

I de estimat som samlats in genom Bloombergs försorg så pekar såväl inflation som tillväxttakt ned från 2022 och framåt i de allra flesta länder. Detta innebär att konjunkturimpulsen närmast kan beskrivas som deflationistisk. Den ekonomiska definitionen är dock fallande BNP, men vi är mer intresserade av marknadens syn på de framtida möjligheterna eftersom börserna är en ledande indikator.

För att konkludera så är vi inne i en stark marknadsfas, närmast beskriven som en reflationsfas, men med utsikterna riktade mot stagflation.

Vad kan störa denna bild och därmed centralbankernas påverkansvilja?

Det självklara svaret blir förstås en aggressiv covidvariant, vilket är precis vad som har hänt genom upptäckten av Omicron. Dess upptäckt

skapade turbulens på världens börser som gick in i safe haven-status.

Anledningen är att just denna variant förefaller ha flera mutationer på sitt spikprotein, vilket skulle kunna innebära att nuvarande vacciner inte hjälper.

BioNTech väntar sina första data inom cirka 2 veckor, dvs i början av december, på hur vaccinerna fungerar på Omicron. Intill dess får man vara inställd på ökad volatilitet och nya nedstängningar och resebegränsningar.

En följdfeffekt av detta blir att centralbankernas (främst FED och BOE) vilja att snabbt strama åt för att pressa ned inflation sannolikt kommer ersättas med ett vänta och se.

Trots all osäkerhet är det viktigt att komma ihåg att marknaden har övat på nya varianter tidigare, dels Beta (ursprungligen från Sydafrika), Delta (från Kent i UK) till Gamma (från Brasilien), varför vi får hoppas på att rekylen blir kortvarig även denna gång.

Eftersom resandet påverkas direkt kommer hotell och rekreationsrelaterat att vara svagt en period. Teknologi bör utvecklas väl eftersom räntor bör stanna upp eller till och med falla. Lägre räntor bör också gynna fastigheter och kraftförsörjning och till viss del även dagligvaror. Motsatt innebär det motvind för finans (banker) och energi (resebegränsningar leder till lägre efterfråga).

Med fortsatt mycket likviditet i marknaden och låga räntor har rekylerna snabbt lockat till sig fyndköpare, något som troligtvis blir fallet även denna gång.

På temat vinsttillväxt framgår det tydligt av nedanstående tabell att toppåret blir 2021 i närtid och att vi återgår till en lägre men positiv vinsttillväxt kommande 2 år.

	Vinst/aktie-tillväxt				Vinst/aktie			
	2020	2021e	2022e	2023e	2020	2021e	2022e	2023e
MSCI World	-14%	51%	7%	8%	86	130	139	151
USA	-10%	49%	7%	10%	90	134	144	158
Europa	-26%	59%	7%	6%	74	118	125	133
Eurozonen	-30%	69%	8%	9%	70	119	128	139
UK	-37%	81%	3%	3%	63	115	118	121
Tyskland	-17%	63%	7%	9%	83	135	144	157
Frankrike	-42%	101%	9%	7%	58	116	126	135
Spanien	-36%	49%	8%	11%	64	96	103	114
Italien	-41%	80%	11%	7%	59	106	118	126
Japan	20%	34%	8%	7%	120	161	173	186
Kina	4%	14%	16%	17%	104	119	138	160
Tillväxtmarknader	-3%	55%	6%	10%	98	151	160	176

Källa: IBES/Datastream

ALLOKERINGSSYN

Vi kvarhåller vår aktieövervikt, trots att vi bedömer att rekylobotten kan dröja något och att volatiliteten kan vara förhöjd den närmaste tiden. Rekylen orsakad av ny coronaoro skapar dock ytterligare en möjlighet att ta förnyade positioner i marknaden.

Vi skall förstås inte förglömma att marknaden nyligen var orolig för centralbanksåtstramningar, vobbel i konjunkturprognoserna och relativt höga värderingar. Dessa teman kan dammas av närsomhelst förstås, men kom ihåg att det ofta bara är ett tema i taget som syns, även om annat ligger under ytan och pockar på uppmärksamhet.

Vi gör den tidiga bedömningen att det inte blir fråga om drakoniska nedstängningar igen, vilket innebär att teman som säsongseffekt, hopp om ett ljus 2022 och fortsatt goda vinster från bolagen, kombinerat med fortsatt låga räntor och en inflation som i bästa fall bedarrar, lockar fram köparna igen.

ALLOKERING TILLGÅNGSKLASSER

Tillgångsfördelning	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Aktier							13.5	-1.6	-2.3	↗	↗
Obligationer							-6.1	0.0	0.8	↘	↘
Kassa							n.m.	n.m.	n.m.	→	→
Alternativa investeringar							17.0	-1.1	-1.0	→	↗

Källa: Alpcot AB

Vår preferens mot svenska och amerikanska aktier består, medan vi finansierar dessa preferenser genom att ta från exponeringar i japanska och tillväxtmarknadsorienterade aktier.

ALLOKERING REGIONER

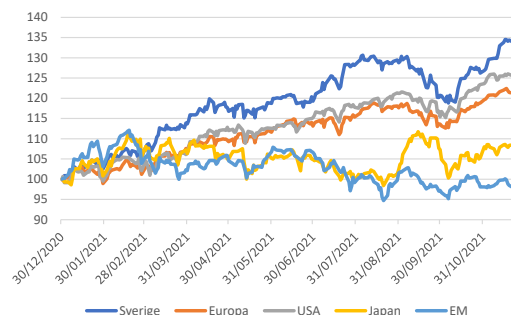
Regionala aktier	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Norden							18.4	5.5	-1.6	→	↗
Europa							13.8	4.6	0.0	→	↗
USA							22.6	5.7	1.3	↗	↗
Japan							-4.1	-1.3	-0.1	↗	↗
Tillväxtmarknader							-2.1	1.5	-2.2	↗	↗

Källa: Alpcot. I lokal valuta.

Våra landpreferenser har inte förändrats med anledning av den senaste tidens turbulens. Vi ser fortfarande svenska och amerikanska aktier som något vi föredrar av lite olika anledningar, medan vi är försiktiga till japanska och tillväxtmarknadsaktier. Europa kvarstår som en neutral exponering relativt övriga marknader.

Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd använder som grund för hantering av portföljer och mandat. Detta dokument har upprättats endast i informationssyfte och utgör ingen investeringsrådgivning. Mer viktig information finns i slutet av det här dokumentet. Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdad av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige.

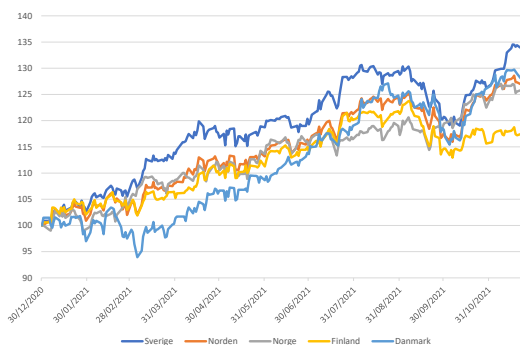
KURSTUTVECKLING REGIONALA MARKNADER, I USD



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

Med tanke på volatiliteten på energimarknaden så slog vår övervikt i norska aktier emot oss. Vi fortsätter dock ha ett gott öga till den norska energistinna marknaden, men också fortsättningsvis till svenska aktier.

KURSTUTVECKLING NORDISKA AKTIEMARKNADER



Källa: Alpcot AB, Bloomberg

ALLOKERING SÅ IN I NORDEN

Norden	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
- Finland							6.8	-3.4	-2.2	↗	↗
- Norge							16.9	-7.0	-4.4	↗	↗
- Danmark							15.5	-4.7	-3.4	→	↗
- Sverige							19.6	-3.2	-4.5	↗	↗

Källa: Alpcot, Bloomberg.

Med anledning av dollarförstärkningen så har tillväxtmarknadsaktier varit under press. Denna gång sammanstrålade det med en försvagning av energipriser vilket negativt drabbade Östeuropa och Ryssland hårdast.

ALLOKERING PÅ TILLVÄXTMARKNADER

Tillväxtmarknader	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
- Latinamerika							-16.8	-3.2	-2.4	↗	↗
- Asien							-6.1	-2.5	-3.1	→	↗
- Östeuropa ex Ryssland							4.0	-12.9	-2.7	→	↗
- Ryssland							18.7	-10.7	1.2	↗	↗

Källa: Alpcot, i USD

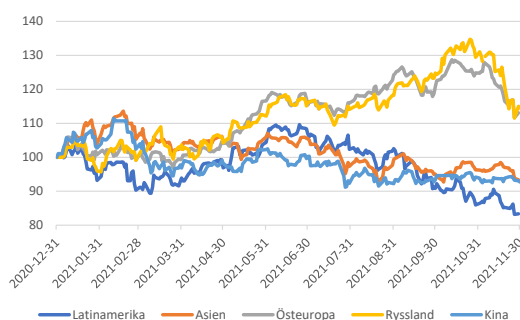
Pressen på tillväxtmarknader har tilltagit i takt med att dollarn stärkts och det blivit mer volatilt. Att vi också fått ökad volatilitet i oljepriserna drabbar förstås ryska aktier mest, vilket i sin tur drar med sig Östeuropa. Nu är emellertid oljepriset kraftigt översålt och påminner prismässigt om historiska tillfällen när priset fjädrat upp kort därefter.

I Kina som med sin 0-tolerans mot covid-utbrott fortsätter man bekämpa farsoten och kommer, enligt tidigare uttalanden, lätta på restriktionerna när man nått 85-procents vaccinationsgrad. Redan nu ligger man väl över 70 procent och vinter-OS (2-20 februari) i Beijing hägrar förstås. Den åtstramande kreditimpulsen beräknas botten i takt med att avkylingsstrategin mot den överhettade fastighetsbranschen nått avsedd verkan. Många bedömare spekulerar kring att den kinesiska centralbanken är en av de stora som faktiskt kommer lätta på bromsen, skiljt från många av de övriga som snarare lättar på gasen.

Att industri-PMI nu återvänt i expansionsfas i Kina bör i vanlig ordning skapa positiva spridningseffekter i regionen.

Vi kvarhåller nuvarande strategi för tillväxtmarknader som innebär undervikt för tillgångslaget och inom en preferens emot ryska och östeuropeiska aktier kontra latinamerikanska och asiatiska.

STOR SKILLNAD MELLAN TILLVÄXTMARKNADER



Källa: Alpcot, Bloomberg.

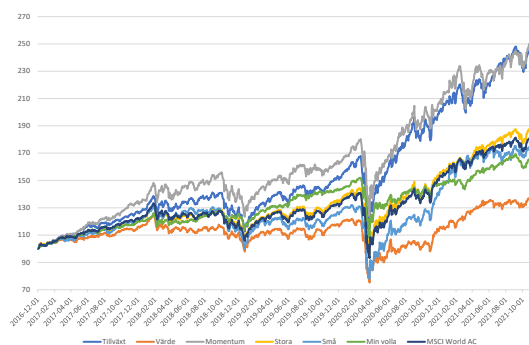
STILALLOKERING

Aktiestilar	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
GLOBAL GROWTH			0				19,7	0,6	-0,4	→	↗	↗
-US Growth							26,5	2,1	0,3	↗	↗	↗
-EU Growth							14,8	-2,8	-0,7	↗	↗	↗
-Nordic Growth I S							11,3	-5,5	-1,7	↗	↗	↗
GLOBAL VALUE			0				14,5	-1,9	-2,2	→	↗	↗
-US Value							21,2	-0,4	-1,7	→	↗	↗
-EU Value							4,9	-5,4	-2,9	→	↗	↗
-Nordic Value I S							16,7	-3,6	-2,2	→	↗	↗
GLOBAL MOMENTUM							14,8	-1,5	-1,3	↗	↗	↗
-US momentum							15,9	-1,9	-0,5	↗	↗	↗
-EU Momentum							10,9	-3,9	-2,3	↗	↗	↗
GLOBAL LARGE CAP			0				18,0	-0,4	-1,2	↗	↗	↗
-US Large cap							22,5	0,5	-1,2	↗	↗	↗
-EU Large Caps							10,4	-4,1	-2,0	↗	↗	↗
-Nordic Large Cap							15,1	-3,2	-1,0	↗	↗	↗
GLOBAL SMALL CAP							12,4	-3,2	-3,0	→	↗	↗
-US Small Cap							13,5	-2,4	-4,3	→	↗	↗
-EU Small Cap							8,3	-4,2	-0,9	→	↗	↗
-Nordic Small cap							10,4	-4,2	-1,4	→	↗	↗
GLOBAL LOW VOLATILITY							10,0	-0,2	-0,9	→	↗	↗
-US Low Volatility							14,5	1,2	-0,1	↗	↗	↗
-EU Low Volatility							7,3	-1,7	-1,3	↗	↗	↗
-Nordic Low volatility							4,6	-2,6	-1,7	↗	↗	↗

Källa: Alpcot, i lokal valuta

Vi väljer att fortsätta på inslagen väg att preferera småbolag före stora bolag trots årets favör för mindre större bolag. Vi gillar momentum mer än låg volatilitet och är för närvarande indifferent mellan value och tillväxt.

TILLVÄXT OCH MOMENTUM VINNARE SENASTE 5 ÅR



Källa: Alpcot, Bloomberg

På marginalen har lågvolatilitetsaktier stucket ut på nedsidan som årets förlorare, men under ett år med stark kursutveckling vore det konstigt annars.

ALLOKERING GLOBALA RÄNTOR

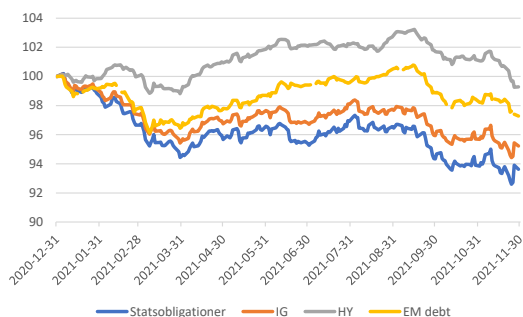
Globala räntor	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Statsobligationer							-6,4	-0,3	0,8	↗	↗	↗
Investment grade							-4,8	-0,5	0,7	↗	↗	↗
-US IG							-1,4	-0,4	0,4	→	↗	↗
-EU IG							-9,1	-1,3	1,1	↗	↗	↗
High Yield							-0,7	-1,8	-0,6	→	↗	↗
-US HY							3,5	-0,9	-0,7	→	↗	↗
-EU HY							-3,9	-2,8	0,1	→	↗	↗
E. M. Obligationer							-2,7	-1,2	-0,9	→	↗	↗
-EM Lokal valuta							-12,2	0,0	-0,5	↘	↘	↘
-EM Härvaluta							-3,8	-2,0	-1,4	→	↗	↗

Källa: Alpcot, i lokal valuta

Inom räntebenet kvarhåller vi rådande allokering-fördelning som innebär att vi är försiktiga med lång duration, eftersom ett uppåt-tryck på långräntorna

orsakar latenta förluster för obligationer med lång duration. Lämplig exponering är då selektiva krediter, korträntor samt realräntor.

GLOBALA RÄNTOR, I ÅR



Källa: Alpcot, Bloomberg

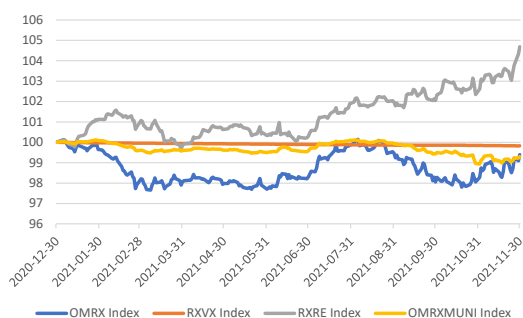
Inom svenska räntor finns det begränsade möjligheter om man agerar inom de med lägst risk. Vi föredrar dock realräntor framför statsobligationer.

ALLOKERING SVENSKA RÄNTOR

Räntor (Svensk)	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
OM Stockholm OMRX T-Bond							-0,7	1,3	0,7	→	↘	↘
OM Stockholm OMRX T-Bill							-0,2	0,0	0,0	→	↘	↘
OMRX Real Ränta							4,5	2,1	1,3	↗	↗	↗
OMRX Municipal Bond							-0,8	0,3	0,2	→	↘	↗

Källa: Alpcot

JOBBIGT MED RÄNTEAVKASTNINGEN I SVERIGE



Källa: Alpcot, Bloomberg

Realräntor fortsätter att glänsa bland de svenska alternativen medan övriga ränteklasser ligger på minus.

ALLOKERING ALTERNATIVA TILLGÅNGAR

Alternativa investeringar	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
Global REITS							18,0	-0,6	-1,4	→	↗	↗
EU Reits							7,1	-1,0	0,5	↗	↗	↗
US Reits							30,9	1,2	-0,7	↗	↗	↗
Nordic Reits							43,1	3,1	0,6	→	↗	↗
Commodities							25,1	-5,6	-4,4	↗	↗	↗
Precious metals							-7,9	-0,6	-1,9	↘	↘	↗
Industrial metals							23,2	-1,8	-2,4	↗	↗	↗
Energy							52,3	-14,7	-7,9	↗	↗	↘
Global Hedge fund							3,5	-1,0	-1,0	↗	↗	↗
Macro/CTA							-1,0	-2,4	-1,7	→	↗	↗
Event Driven							1,9	-0,5	-0,8	→	↗	↗
Relative Value Arbitrage							-0,1	-0,8	-0,7	→	↗	↗

Källa: Alpcot, i lokal valuta

Denna månad har energi (olja) utgjort huvudnumret med en kraftig nedgång, vilket beror på dels att det tummas på strategiska oljelager och dels förstås på den nya covidvarianten. I likhet med pandemin under förra året så har marknaden reagerat lika ryggmärsinstinktvt nu som då. Även denna gång har marknaden med stor sannolikhet sprungit för snabbt. Trots allt börjar det bli riktigt kallt på många håll och olja används på många håll även som värmekälla.

OLJEPOSITIONERING PÅ VÄG NED



Källa: Bloomberg, Alpcot

VALUTASYN

Valutor (ifrt USD)	--	-	0	+	++	Förändring	1 År	1M	SD	Rörelse	Trend 1Y	Trend 5Y
SEK							9,0	5,7	-0,1	↗	↗	→
EUR vs SEK							1,9	3,5	0,7	↘	→	↗
EUR							-7,2	-2,3	0,8	↘	↘	↗
USD							6,7	2,0	-0,6	→	↘	↘

Källa: Alpcot, i USD.

Den amerikanska dollarn är den valuta vi alla har att förhålla oss till. Nedgångarna i slutet av månaden skulle egentligen betyda risk-on, vilket vi inte riktigt ser i andra tillgångslag. Den längre trenden pekar dock mot fortsatta uppgångar så länge som FED inte mjuknar i sina uttalanden. Efter Omicronupptäkten så har prissättningen på framtida räntehöjningar ändrats till 2 istället för 3 under 2022.

US-DOLLAR



Källa: Bloomberg, Alpcot

RÅDGIVNA PORTFÖLJER

Alpcot tar fram förslag på rådgivna fondportföljer för de olika försäkringsbolag som Tydligas rådgivare har kunder hos. Dessa finns valbara i olika SRRI-risk i Alpcots digitala portal.

Portföljsammansättningen och de enskilda fonderna tas fram och väljs på de antaganden om förväntad avkastning och korrelations samband, för de olika tillgångsslag och marknader som underliggande förekommer i fondportföljerna, och som Alpcot gör i en årlig strategisk genomgång.

Själva portföljsammansättningen och därmed de procentandelar som föreslås, optimeras utifrån modern portföljteori, för att risk och avkastningsförväntningarna skall hamna så nära de valda SRRI-riskerna som möjligt, hänsyn taget till koncentrationsrisker. Det finns i dagsläget 4 portföljriskenivåer, 3, 4, 5 och 6 enligt SRRI-skalan.

De diskretionära portföljerna återges inte i denna publikation utan sker separat till kunderna på kvartalsbasis.

Alpcot

Under november utvecklades Carnegie Fastighetsfond starkast med en uppgång kring 10 procent. Följt av Odin Sverige samt Enter Småbolagsfond. Betydligt tyngre gick det för tillväxtmarknadsrelaterade fonden C Worldwide Emerging Markets som tappade cirka 6 procent. Tills vidare behålls nuvarande allokering.

Länsförsäkringar

Vårt byte från Naventi till Skagen Global visade sig vara en god strategi där fonden steg med cirka 6 procent och därmed utgjorde draglok för

portföljen, understödd av SEBs Sweden Equityfond. Bland de mer defensiva alternativen såg vi glädjande en uppgång för Norrons hedgefond samt för Öhmans realräntefond. JPMorgans tillväxtmarknadsfond fortsatte att lagga. Tills vidare bibehålls nuvarande allokering.

Futur

I Futurportföljen lyste Odin Sverige klarast med en uppgång på 6 procent följt av Skagen Global och PriorNilsson Idea. Alpcot Fixed Income tappade drygt 1 procent liksom Blackrocks Miningfond. Tills vidare bibehålls nuvarande allokering.

SEB

SEBs småbolagsfond steg med drygt 7 procent vilket innebar förstaplatsen följt av SEBs Globalfond på dryga 6 procent. Kul var också bidraget från SEBs Sverigefond. Sänken var främst SEBs egna Asset Allocationfond som haft det riktigt tungt senaste veckan. Vi planerar att göra en utvärdering av portföljen inom kort.

Skandia

I Skandiaportföljen glänste Odin Sverige men även Skandias egna globalfond med uppgångar på 6-7 procent. Även Skandias realräntefond fick luft under vingarna och steg med drygt 2 procent. Blackrocks energifond tappade dock något i månaden, men trender alltså fint. Vi bibehåller nuvarande allokering.

Folksam

Bäst utveckling hade denna månad Odins sverigefond som steg med nästan 7 procent, följt av Lannebo Småbolag samt Carnegies Listed Private Equity. Ett svagt negativt bidrag kom från Blackrocks High Yieldfond. Vi kvarhåller nuvarande allokering.

Movestic

I Movesticportföljen bidrog samtliga fonder till en positiv avkastning utom ett litet negativt bidrag från Norron Credit Edge. Vi bibehåller nuvarande allokering.

SPP

SPP-portföljen utvecklades överlag väl med starkast bidrag från Odin Sverige som steg nästan 6

procent. Delphi Global lyckades backa upp med hälften av den avkastningen medan portföljen drogs ned något av Franklins Indienfond samt av T.Rowes globala high yieldfond. Vi bibehåller nuvarande allokering.

ALPCOT EQUITIES & VALBARHET



Källa: Alpcot AB

FÖRÄNDRINGAR I ALPCOT EQUITIES

Vi har under månaden ökat i Sinch där vi ser fortsatta goda möjligheter till hög tillväxt. Vi ökade i DSV som vi bedömer är inne i en stark fas med ökad global handel. Vi sålde hela innehavet i BHG eftersom vi inte ser samma goda förutsättningar som tidigare och vill passa på att rikta investeringarna dit vi ser större potential. Vi sålde även Netcompany där vi blev besvikna på rapporten och bolagets marginalutveckling där vi bedömde att dessa skulle stärkas framgent. Vi sålde Charter Communications med antagande om att försäljningsmomentumet kommer att vara svagt inom fiber ännu ett tag. Vi adderade i American Express där vi ser ett bra mometum i kortförsäljning och kringtjänster i takt med att konjunkturen fortsätter att förstärkas i USA. Vi sålde Electrolux på antaganden att de höga råvarupriserna kommer göra det svårt för dem att pressa upp marginalerna ytterligare. Vi ökade i Embracer där vi anser att reaktionen på kortsiktigare estimatsänkningar var överdriven och inte i paritet med de höjda estimaten för 2023-24. Vi ökade i Balco, Astrazeneca, Hexagon samt passade på att investera i Bico som rapporterade trots mycket spännande framtidsutsikter. Vi köpte även in Surgical Science på en bra rapport, medan vi tröttnade på AMS som haft svårt att lyfta. Vi investerade också i Faberge samt ökade i Addlife. Avslutningsvis tog vi en liten opportunistisk investering i Truecaller vars framtid vi bedömer som mycket ljus ut kommande år. Vi deltog dessutom i en private placement i spelbolaget Zordix som köpt en stor amerikansk

spelförläggare, ett steg vi bedömer är ett bra steg att ta för att bygga vidare på lilla, men snabbt växande Zordix.

UTVECKLING UNDER MÅNADEN

Under månaden fick portföljen mest hjälp från Hexatronic som steg med ca 34 procent, AMD med drygt 31 procent, NVIDIA med drygt 27 procent, Micron med drygt 23 procent och Embracer som gjorde come-back med en uppgång på drygt 22 procent. Portföljen innehöll även några sänken i form av Sinch ned drygt 26 procent men som vi jobbat en del med under månaden, Santander som föll med 16 procent, VEF som föll med drygt 13 procent och Qorvo som föll med cirka 13 procent. Fonden gick i princip plus minus noll efter att ha tappat en del av årets hittillsvarande uppgång under Omicrondagen. I jämförelsegruppen på Morningstar ligger Alpcot Equities och växelverkar om 1:a platsen, och ligger för närvarande tvåa.

RAPPORTKOMMENTARER

Den 2 november rapporterade **fiberbolaget Hexatronic** och de lyckades slå högt ställda förväntningar tack vare sin allt större andel från länder utanför Sverige. Faktum är att 85 procent av försäljningen nu kommer från andra delar av världen, vilket visar att expansionsstrategin varit lyckosam. Verksamheten i USA knep förstaplatsen med en tillväxt på 84 procent primärt driven av en stark marknad för dukt, men även fiber-till-hemmen-erbjudandet. Andra marknader som stod ut var Storbritannien, Tyskland och Norge. Kort efter rapporten beslöt bolaget att emittera aktier för ett värde av 500 mkr för att öka finansiell flexibilitet och betala för en expansion i USA där en ny fabrik skall byggas. Emissionen tog 2 (!) minuter att sätta. Och javisst, estimat har höjts under månaden!

Samma dag rapporterade **tillväxtraketet och meddelandehanteringsbolaget Sinch**, som dock inte lyckades övertyga marknaden. Detta trots en rapport som var starkare än väntat, men med ökade integrationskostnader för de senaste stora förvärven tog marknaden det som ett kvitto på att tillväxttakten framöver kommer att minska. Vi är inte lika övertygade om det utan tror tvärtemot att bolaget kommer kunna fortsätta

växa kraftigt, varför vi också adderat till vår position i bolaget.

Skönhetsbolaget Estee Lauder avslutade rapportdagen för fonden genom att leverera ett betydligt bättre resultat än marknaden hoppats på där hudvård och dofter levererade siffror väl över de som gällde innan pandemin. Att de även passade på att höja kvartalsutdelningen fick analytikerna att applådera som strödde såväl höjda riktkurser som vinstprognoser över bolaget.

Den 3e var det dags för **investmentbolaget Vostok Emerging Finance** att visa upp sin substansvärdestillväxt i samband med rapporten. Det visade sig att värdet växt med goda 10 procent (att jämföra med deras jämförelseindex MSCI Emerging Markets som sjönk med 8 procent) och bolaget beskrev portföljbolaget Creditas (största innehavet med 31% av portföljvärdet) som särskilt snabbväxande (+50% jämfört med Q2). En handfull av portföljbolagen hade lyckats stänga finansieringsrundor till högre kurser, vilket gynnar att investmentbolag som VEF. Under kvartalet genomförde VEF en nyemission i syfte att kunna stärka sina engagemang och leta nya fin-techbolag. De få analytiker som följer bolaget bibehöll sin ljusa syn på bolaget efter rapporten.

BMW levererade sitt starkaste resultat någonsin för ett tredje kvartal och också för de första nio månaderna. Framför allt utgjorde Kina dragmotor där efterfrågan varit mycket hög. Kina är BMW:s största marknad, men det var faktiskt i USA som den procentuella tillväxten var högst, upp hela 33 procent. Chip-problemen hade de lyckats hantera hyggligt väl trots att de precis som alla andra fordonstillverkare drabbats och de hade också kunnat höja priserna och öka andelen elfordon. Vinstestimater såväl som riktkurser steg som ett kvitto på det robusta resultatet, samtidigt som de uttalade sig optimistiskt om framtiden.

Bio- och medicinteknikbolaget Catalent kom med en blandad rapport med högre vinst, men något lägre försäljning än väntat. Å andra sidan levererade de en betydligt högre intäktsprognos än marknaden hade väntat sig för nästkommande kvartal. Bolaget producerar på uppdrag vaccindoser och har nu nått över 1 miljard doser. Med god leverans och höjda prognoser så följde analytikerna med på tåget och höjde sina vinst- och försäljningstimat samt riktkurs.

Radiofrekvenstillverkaren Qorvo kom in i linje med marknads förväntningar, men gav en lite för försiktig prognos för kommande kvartal, bland annat påverkat av lägre smart-telefonerfrågan i Asien (Kina) och komponentbrister. Detta ledde till att såväl vinstestimater som riktkurser sänktes och aktien har haft det tungt sedan rapporten. Utsikterna ser dock ljusa ut för 2022 och framåt och aktien handlas till PEG på 0,5 för 2022 och till 1 för både 2023 och 2024.

Den 4e rapporterade den **nederländska banken ING** och de kunde uppvisa en fortsatt god återhämtning i de flesta av bankens verksamhetsområden. Utlåningen tangerade i princip deras långsiktiga mål och en uppgång med 3-4 procent. Med något högre marknadsräntor och fortsatta möjligheter att ta betalt av kunder för inlåning med den negativa räntebild Europa har fortsatt att stärka marginalerna. Sedan Q4 2020 har ING slagit marknadsförväntningarna och så också under det gångna kvartalet, något som lett till successiva estimathöjningar.

Samma dag passade **franska banken Societe General på att rapportera**. Även de lyckades slå marknadsförväntningarna drivet av en återhämtning i samtliga divisioner. Starkast draghjälp kom från aktie- och derivathandeln samt från finansierings- och rådgivningstjänster och lägre kreditreserveringar. Samtidigt gick räntehandeln betydligt svagare än för många av bankens konkurrenter. Sammantaget räckte resultatet till för estimathöjningar från analytikerna. Det spekuleras nu om att SG skall förvärva ING:s franska bankverksamhet, något som om det materialiseras bör utgöra en positiv katalysator.

Den 5e rapporterade **försäkringsbjässen AXA** ett stigande resultat strax ovan marknads förväntningar, främst drivet av prishöjningar och god underliggande tillväxt. Samtidigt så meddelade de att de skulle återköpa aktier för €1,7 miljarder som senare skall makuleras. Ovanpå detta har de en ambition att utöka återköpen med ytterligare €0,5 miljarder under 2022. Analytikerna gillade vad de hörde och Axa har fått med sig marginellt uppjusterade estimat och riktkurs.

Fönsterleverantören Tecnoglass inkom med ett överraskande starkt resultat från såväl kommersiella fastighetsprojekt till enfamiljshus. Det sistnämnda ansåg bolaget berodde på de låga

räntorna och den goda efterfrågan i spåren på pandemin där många valt att flytta ut från städer för att få en bättre livskvalité, särskilt som allt fler kan och vill arbeta på distans. Bolaget har arbetat målmedvetet med att sänka sin belåning och lyckades sänka sina skuldräntor ordentligt under kvartalet. Tack vare den goda efterfrågan på enfamiljshus hade andelen installation och anpassning minskat, vilket sänker kostnaderna för bolaget. Estimaten har fortsatt att höjas av analytikerna och vinst/aktie har höjts stegvis med hela 60 procent bara i år.

Jonimplantatproducenten Axcelis fortsätter att gå från klarhet till klarhet.

Bolaget levererade ett rekordkvartal och menade att efterfrågan var hög från alla typer av kunder (chiptillverkare och minnestillverkare). De höjde sina egna prognoser och säger sig se en fortsatt mycket robust efterfrågan in i 2022. De senaste 12 månaderna har bolaget slagit både sina egna prognoser och analytikernas estimat varje gång. Med ett p/e-tal på 23 på årets prognos är aktien mycket prisvärd i förhållande till sin höga vinststillväxt, vilket ger ett PEG på 0,27! PEG-talet stiger förvisso 2022 men befinner sig under 1 med sina låga 0,72.

Investmentkonglomeratet Berkshire Hathaway kom in åt det svaga hållet den 8 november men meddelade att de fortsatt att återköpa aktier vilket gav svar på tal till de som spekulerat att det skall komma ett nytt jätteförvärf eftersom kassan svällt. Nu håller bolaget \$149 miljarder i kassa. Att de kom in svagare berodde på att försäkringsverksamheten dragits med kostnader för översvämningar i Europa samt stormen Ida på hemmaplan. Dessutom nämnde de att utbudsstörningarna också påverkat flera av deras portföljbolag negativt. Man skulle kunna tro att Berkshire Hathaway är ett av de mest välbevakade bolagen på den amerikanska börsen, men det är faktiskt bara 3 analytiker som gör det, enligt Bloomberg. Trots det blandade resultatet så höjdes faktiskt riktkursen, men eftersom det endast är så få får varje förändring stor påverkan.

Den 9e rapporterade **serieförvärvaren Instalco** och det absoluta resultatet var bra, men den organiska tillväxten var åt det svaga hållet. Bolaget menade att verksamheterna i Finland och Norge haft lägre beläggning, liksom det faktum att bolaget påverkades av stigande råvarupriser. Framgent ser

dock bolaget med tillförsikt fram emot att normaliseringen kommer öka efterfrågan på teknisk projektering, installation och service. Förvärvs-pipelinen ser också stark ut enligt bolaget. Vinstestimaten sjönk något efter rapporten medan riktkursen låg kvar på tidigare nivå.

Samma dag kom VR-simulatorbolaget Surgical Science med sin rapport som vida slog de få estimat som finns på bolaget. Å ena sidan är estimaten få och försäljningen försumbar, å andra sidan är potentialen hög. Bolaget har mål satta till 2024 om att omsätta 400 mkr med en ebitda-marginal om minst 40 procent. VDn skriver i rapporten att bolaget avser att revidera sina mål innan bokslutskommunikén i februari. Estimater höjdes i samband med rapporten.

Brooks Automation, som nu är i processen att sälja av sin chiptillverkning för \$3 miljarder (H1-22) och istället koncentrera sig på att bli ett fullänt medicintekniskt bolag under namnet Azenta, levererade kvartalssiffror strax ovan marknadsestimaten, inklusive halvledardelen. Bolaget säljer alla typer av produkter och tjänster som företag inom biotech och läkemedelsutveckling kan behöva och detta under hög lönsamhet. Försäljningslikviden för halvledarverksamheten kommer innebära att Azenta kan accelerera sitt erbjudande och ta marknadsandelar framöver. Majoriteten av analytikerna gav tummen upp och höjde estimaten efter rapporten.

Tyska halvledarbolaget Infineon kom som väntat med en stark rapport, givet deras dominerande ställning som leverantör till fordonsindustrin. Bolaget har dock en bred produktportfölj utanför just fordonsindustrin (även om den är störst) och det mesta går för högvarv för närvarande. Det enda av deras fyra affärsområden som undertröffade analytikernas förväntningar var Industrial Power Control. Bolaget hade nyligen en kapitalmarknadsdag där de höjde sina marginalmål, men i samband med rapporten kort efter så höjde de återigen målet, något som överraskade analytikerna. Dessa svarade med att höja estimaten och riktkurs för aktien, precis som vi hoppats på.

Den 11 kom så **forsknings- och vaccinbolaget Intervacc**, vars försäljningsframgångar vi ännu

väntar på. De meddelade att EU beviljat marknadsföringstillstånd för Strangvac inom EU, vilket sedan fylldes på med motsvarigheter i Storbritannien och Norge. Härnäst väntar en ansökan om godkännande även i USA. Produktion av vaccinet är i full gång och ett godkännande att sedan börja sälja i Europa väntas innan årsskiftet. Bolaget meddelande även att de beviljats patent för en vaccinkandidat riktat mot grisar som bekämpar utbrott av Streptococcus Suis, även det en stor marknad. Analytikerna som följer bolaget ser fortsatt stor potential för bolaget, och väntar precis som vi på att försäljningen skall komma igång.

Den 12e fick vi svart på vitt att service- och försäljningsbolaget av lastvagnar och anläggningsmaskiner **Ferronordic arbetar i en gynnsam miljö**. Kvartalet visade sig till och med bli ett rekordkvartal, drivet av en god efterfrågan inom anläggning och entreprenad, främst inom infrastruktur. Utbudet är lågt, vilket innebär att nya fordon säljer slut snabbt, men även begagnatmarknaden har varit stark. Under kvartalet berättade bolaget att de blivit återförsäljare för Sandvik inom mobila krossar, men även större anläggningar. Med Ryssland och CIS som marknader gynnas bolaget av efterfrågan som underbyggs av höga råvaru- och oljepriser. De få analytiker som följer bolaget gav tummarna upp och höjde sina prognoser. Aktien är fortfarande billig på tillväxmultiplar trots årets hittillsvarande uppgång.

Spanska sol- och vindenergi bolaget Grenergy Renovables kunde i samband sin rapport meddela att deras stora pipeline såg allt säkrare ut. Denna uppgår nu till 6,3GW, en ökning med 1,2GW senaste 12 månaderna, av vilka 420MW är i produktion redan. Målet är att 1,5GW skall vara produktionsatta 2022 och 3,5GW skall vara produktionsatta 2024 med en jämn mix mellan Europa och Latinamerika. Med en global tillväxt på ca 31 procent årligen fram till 2030 och allt lägre kostnader för batterilagringslösningar, ser utsikterna för ett bolag som Grenergy goda ut. Rapporten i sig var trots god tillväxt inte lika stark som analytikerna väntat sig och de har sänkt sina estimat för resten av året.

Den 17e var det dags för **spelkoncernen Embracer** att släppa sina efterlängttade siffror. Utvecklingen under kvartalet visade sig vara

väsentligt starkare än analytikerna hade förväntat sig men sedan förskräckte bolaget genom att sänka sina prognoser för operationellt EBIT för 2022, men däremot höja dem väsentligt över för 2023 och 2024, i förhållande till marknadsestimaten. Detta ledde till kortsiktiga estimatsänkningar, men eftersom aktien haft det kämpigt en tid tappade aktien inte lika mycket på beskedet än som annars varit fallet. Att de höjde estimaten för 23 och 24 kan också ha mildrat. Den stora kassan på 16,2 miljarder kronor inklusive kreditfaciliteter kommer enligt bolaget användas till köp av omkring 40 spel/studios under kommande 12 månader.

Den 18 kom **grafikprocessorgiganten och chiptillverkaren NVIDIA** med sitt resultat som, trots 45 bevakande analytiker, vida översteg förväntningarna. De passade även på att höja sina prognoser, även det väl över konsensus. Innan rapporten hade de uppdaterat marknaden om nya produkter såsom Omniverse-expansionen, vilket hjälper utvecklare att skapa s.k. metaverse, inom vilka de kan utveckla spel och tjänster byggt på NVIDIA:s produkter. Av de 45 bevakande analytikerna höjde 24 stycken riktkursen i anslutning till rapporten.

Den 24 var det dags för **de gröna traktorernas tillverkare John Deere** att komma med sitt kvartalsbokslut. Det visade sig att bolaget hanterat såväl strejker som komponentbrister på ett bra sätt under kvartalet och de passade samtidigt på att höja sina prognoser för 2022 till strax över marknadens egna förväntningar. Faktum är att bolagets produkter för 2022 i princip redan är slutsålda, vilket främst visar på en stark underliggande efterfråga inom jordbrukssektorn. Detta bådär gott för prisbilden och därmed marginalerna för 2022. Såväl vinstestimater som riktkurs höjdes efter rapporten.

VIKTIG INFORMATION

Denna information utgör marknadsföringsmaterial utfärdat av Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd i Sverige. Detta dokument innehåller information och överväganden som analytiker, strateger och portföljförvaltare på Alpcot använder som bas för hantering av portföljer, fonder och mandat. Detta dokument har utarbetats enbart för informationsändamål och utgör ingen investeringsrådgivning eller oberoende investeringsanalys.

Om du emellertid bestämmer dig för att investera i någon produkt av Alpcot Capital Management Ltd och som beskrivs i detta dokument, bör du informera dig själv om de (finansiella) risker och eventuella begränsningar som du och dina investeringsaktiviteter kan vara föremål för. Du rekommenderas också att läsa KIID, informationsbroschyr och fondregler/prospekt som finns på www.alpcot.com innan du gör någon investering i en investeringsfond.

Värdet på dina investeringar kan fluktuera. Tidigare resultat är ingen garanti för framtida avkastning. Det är möjligt att din investering kommer att öka i värde. Det är dock också möjligt att din investering kommer att generera liten eller ingen inkomst och att om tillgångspriset presterar dåligt kommer du att förlora en del eller hela ditt ursprungliga utlägg. Värdet av en investering i en fond kan gå upp eller ner beroende på marknadsutvecklingen och investerare kanske inte får tillbaka alla sina ursprungliga investeringar. Värdet på en fond med riskklass 6-7 kan gå upp eller ner väsentligt på grund av fondens sammansättning och de metoder som används för att förvalta fonden.

Alpcot AB och Alpcot Capital Management Ltd har vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa att informationen i detta dokument är korrekt men inte tar ansvar för eventuella feltryck. Informationen och åsikterna häri kan ändras utan föregående meddelande. Alpcot AB eller Alpcot Capital Management Ltd är inte skyldiga att uppdatera eller ändra informationen eller åsikterna i detta.

För information om adresser och tillsynsmyndigheter, se www.alpcot.se och www.alpcot.com.

Data i publikationen är uppdaterat per den 30 november 2021 om inget annat framgår.

Nedan finner du Alpcot Equities innehav per 2021-11-30.

