



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

UTBLICK OKTOBER 2025

Mr Market lockar – det kommer mera



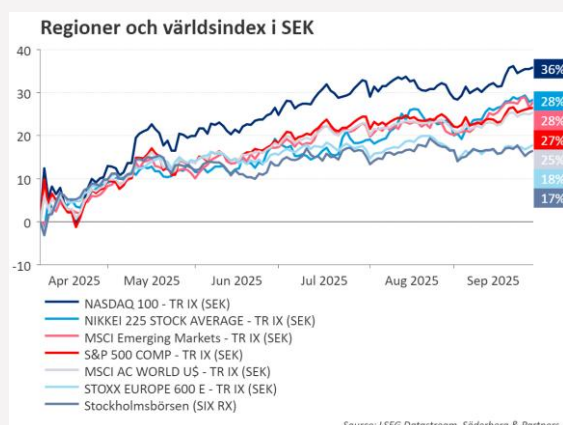
Håll i hatten – det kommer mera

Det senaste halvåret har präglats av en stark återhämtning i amerikanska aktier, när bolag inom IT och Kommunikationstjänster har återtagit ledartröjan.

En av de stora utmaningarna med att investera i aktier handlar om risken att överskatta de kortsiktiga rörelserna och använda dem som vägledare för de mer långsiktiga trenderna.

I början av året fick vi se ett hack i maskineriet i USA. Omvärlden uttryckte ett misstroende mot USA:s ekonomiska politik och de amerikanska långräntorna steg medan dollarn föll. Europa klarade sig bättre i första läget med banker som fortsatte gå starkt och försvarsbolag som handlades upp till rekordhöga multiplar.

Europa har dock sedan i våras släpat efter övriga regioner. Även om vi ser tydliga tecken på konjunkturförsvagning och att globala aktier handlas till högre värderingar nu än i våras, finns det inga skäl till att måla världen i svart.



Europa och Sverige har släpat efter övriga världen när de amerikanska teknikbolagen har lett uppgången sedan den 8 april.

Guldlock är tillbaka

Vi har på en kort tid fått se räntesänkningar på ett flertal håll i världen, däribland USA och Sverige.

Amerikanska centralbanken Fed har nu gått in i en ny period av räntesänkningar. September månads räntesänkning väntas följas av ytterligare räntesänkningar i november och december.

Scenariot med en svagare ekonomi behöver inte skjuta börsen i sank. Investerarkollektivet välkomnar de lägre marknadsräntorna. Räntan är ett uttryck för priset på pengar. När priset på pengar sjunker söker sig investerarna till mer riskfyllda tillgångar. Det blir billigare att låna pengar för både företag och konsumenter och företagen kan investera mer, expandera och öka vinsterna. Konsumenterna får mer pengar över, vilket tenderar till att öka konsumtionen.

Med centralbankernas räntesänkningar i ryggen ser vi hur riskaptiten återvänder till marknaden. De lägre räntorna fungerar som bränsle för en vidare börsuppgång, inom ett flertal sektorer däribland tillväxtsektorer som IT- och Kommunikationstjänster.

Småbolagens sammansättning skiljer sig i viss mån mellan olika regioner. Sammantaget är dock småbolagen mer räntekänsliga än de stora bolagen. Det medför att även småbolag väntas bli vinnare på sjunkande räntor.

Begreppet guldlocksekonomi beskriver ett ekonomiskt tillstånd som varken är för varmt eller för kallt, utan är ganska lagom. Vår bedömning är att centralbankernas stimulanser har god potential att bemöta den konjunkturrella svagheten på ett framgångsrikt sätt. På så sätt får vi något som kan beskrivas som ett guldlocksscenario. Det är sällan fy skam.

Allt är inte aktier som glimmar

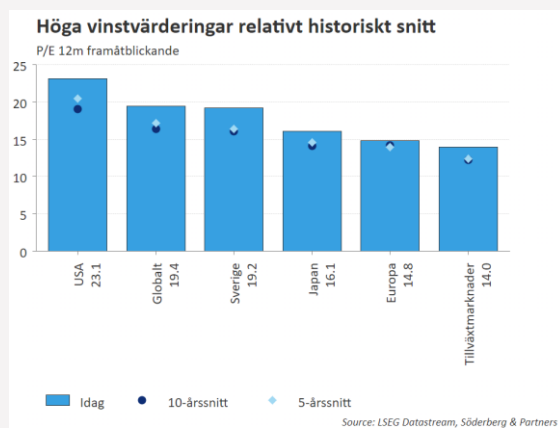
Det har varit välkommet att se hur bra tillgångsslaget Räntebärande har fungerat i portföljerna under året. Fallande räntor har varit gynnsamma för våra globala företagsobligationer med kreditbetyget Investment Grade. Vår bedömning är att den globala ekonomin kommer att fortsätta växa i god takt. I den miljön brukar mer riskfyllda obligationer, så kallad High Yield, gynnas. Även om vi ser fortsatta möjligheter till sjunkande räntor

MARKNADSKOMMENTAR

framöver bedömer vi att High Yield har en bättre potential än Investment Grade. Vi lyfter därför fram globala high yieldobligationer och ser det som en god investering.

Värderingarna skiljer sig

De större globala regionerna handlas idag över sina historiska fem- och tioårsnitt. Medan USA handlas tydligare över snittet är skillnaden högst marginell i Europa. Det är också värt att notera att det är tillväxtbolagen som lyft börsen mest i den återhämtning som vi sett i USA det senaste knappa halvåret.



Värderingarna har kommit tillbaka på högre nivåer och skiljer sig mellan olika regioner.

För att landa rätt i en diskussion om värderingsgapet mellan till exempel USA och Europa behöver vi titta på sektorsammansättningen på dessa marknader. Europas ledande sektorer består av finans, industri och hälsovård som utgör 57 procent av index medan IT och kommunikationstjänster endast utgjorde 10 procent. I USA utgör finans, industri och hälsovård endast 31 procent medan IT och Kommunikation uppgår till hela 45 procent.

Många av de ledande teknikbolagen idag är vinstmaskiner som präglas av höga marginaler och en enorm dominans inom sina områden. Vår utgångspunkt är att USA kommer att gå starkt även framöver, då värderingen motiveras av en god och lönsam tillväxt.

AI förändrar spelplanen

Omvärldens tvivel och orosmoln angående AI:s utbredning har kommit på skam. I svensk såväl som internationell affärsmedia kom, i våras, ett flertal artiklar om att luften hade gått ur AI. De

som följde AI-bolagens datapunkter noggrant förstod inte vad de talade om. AI är ett typexempel på en strukturell megatrend som kommer få långtgående konsekvenser. Hyperscalers är företag som driver massiva datacenter och erbjuder molntjänster i global skala. De kännetecknas av:

- Extrem skalbarhet
- Egenutvecklad hård- och mjukvara
- Global närvaro
- Tjänster för AI, lagring, beräkningskraft och nätverk

I nuläget pågår en teknologisk kapprustning mellan aktörer som Google, Microsoft, Amazon, Meta Platforms och Oracle. Även om det privata bolaget Open AI inte klassas som en traditionell hyperscaler uppnår de en hyperscalerliknande kapacitet via Microsofts molninfrastruktur Azure. Nvidias vd Jensen Huang har kallat Open AI för "den snabbast växande hyperscalern någonsin".

Nordiska aktier är ett premiumsegment i Europa

Vi är fortsatt avvaktande till europeiska aktier medan vi övervikt nordiska aktier. Nordiska aktier har historiskt sett utgjort ett premiumsegment bland europeiska aktier, då de haft en betydligt högre avkastning än Europa i stort de senaste tio åren. I våra nordiska aktieportföljer fokuserar vi på bolag med en hög andel återkommande intäkter, starka nischer och god lönsamhet, vilket är typiskt för bolag med en stark företagskultur.

Utöver Riksbankens räntesänkningar ligger även mer finanspolitisk stimulans i korten och detta kommer sammantaget att vara mumma för svenska aktier. Kombinationen av en fin vinstutveckling, lägre räntor, en inte alltför upptrissad dollar och en ekonomi som håller sig på mattan brukar medföra en gynnsam aktiemarknad.

Winston Churchill yttrade de bevingade orden: "Det här är inte slutet, det är inte heller början på slutet, men det är troligen slutet på början." Med andra ord: Håll i hatten – det kommer mera!



Kristian Hahne
FÖRVALTARE GLOBAL TEMA

Bra läge att vattna ogräset

Att 'klippa rosorna för att vattna ogräset' är ett klassiskt uttryck som vill få investerare att undvika att sälja sina vinnare till förmån för förlorare. Men även de starkaste träd kan inte växa till himlen. De senaste månaderna har vi därför valt att skala ned något i ABB, SEB och Volvo, för att i stället öka våra innehav i Novo Nordisk och Vitec.

Aktiemarknaden pendlar ständigt mellan optimism och pessimism, både på övergripande nivå och i enskilda bolag. För innehaven i vår nordiska portfölj med enskilda aktier har skillnaden mellan årshögsta och årslägst i genomsnitt varit hela 60 procent. För Stockholmsbörsens index är spannet 27 procent.

Eftersom de underliggande vinstförväntningarna, och därmed bolagens verkliga värde, rör sig betydligt mindre än aktiekurserna gör, uppstår intressanta möjligheter för den aktive förvaltaren.

Missvisande uttryck

Det klassiska uttrycket att inte sälja vinnare för att öka i sina förlorare är i grunden missvisande. Det avgörande är att skilja mellan aktiekursens rörelser och bolagets underliggande vinstutveckling. Förenklat kan gårdagens förlorare ofta bli morgondagens vinnare – förutsatt att den fundamentala utvecklingen inte blir så svag som marknaden har prisat in.

På Stockholmsbörsen finns idag omkring 750 bolag (inklusive Nasdaq First North). Varje dag sätter marknaden ett pris på dessa – men att tro att detta pris alltid speglar bolagens verkliga värde är långt ifrån rimligt.

Det blir särskilt tydligt när vi tittar på en kursgraf för Atlas Copco, ett av Sveriges största

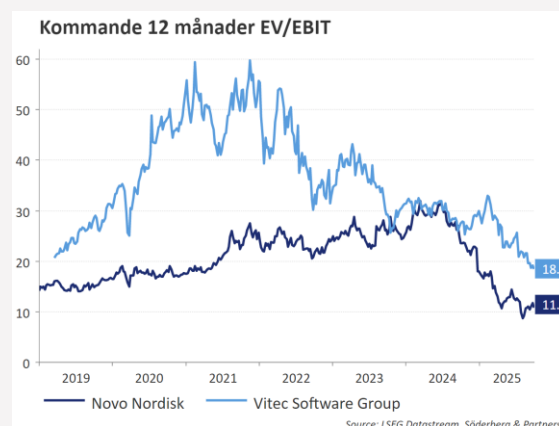
verkstadsbolag, som bara under de senaste 12 månaderna har handlats mellan 130 och 199 kronor – trots att den förväntade vinsten endast har minskat med knappt tio procent.

Inga eviga sanningar på börsen

Storbankerna i Sverige har länge setts som tråkiga investeringar. Samtidigt har de varit den bäst presterande sektorn på både ett, tre och fem års sikt. På börsen finns det sällan en sanning som består under en alltför lång tid.

Köpt Novo Nordisk och Vitec Software

De senaste månaderna har vi köpt aktier i Novo Nordisk och Vitec Software till portföljen. Vi bedömer att båda bolagen kommer göra en positiv vändning under 2026 som aktiemarknaden för närvarande inte prisat in. Bortsett från i år har bolagen historiskt vuxit starkt med stigande lönsamhet. Som en följd av att 2025 blivit ett något svagare år ligger deras nuvarande värdering under den nivå som var vid coronabotten – något vi ser som en överreaktion på nedsidan.



(EV/EBIT=Börsvärde + nettoskuld dividerat med kommande 12 månaders förväntade rörelseresultat)

Vitec Software säljer branschanpassade affärssystem till samhällskritiska verksamheter. Under 2025 har bolaget påverkats negativt av den inbromsande globala ekonomin, då kunderna blivit mer återhållsamma med investeringar i mjukvaruuppdateringar.

PORTFÖLJSTRATEGI

Bolaget har valt att inte genomföra något sparprogram, men är samtidigt mer restriktivt med nyanställningar när medarbetare lämnar företaget. Detta tynger lönsamheten på kort sikt, men satsningarna bedöms på längre sikt stärka både konkurrenskraft och resultat. Trots utmaningarna redovisade bolaget under första halvåret 2025 ett fritt kassaflöde per aktie i nivå med motsvarande period 2024.

Vi bedömer att 2025 utgör ett mellanår, och att bolaget har goda förutsättningar att från 2026 och framåt öka såväl försäljning som lönsamhet och kassaflöde. Enligt vår uppfattning har aktiemarknaden reagerat alltför kraftigt på den kortsiktiga motvinden, och vi har därför valt att öka på vårt innehav.

Novo Nordisk säljer främst läkemedel mot diabetes och obesitas (övervikt). Det senaste året har bolaget haft svårt att möta den starka efterfrågan på deras produkter, vilket ledde till att deras läkemedel hamnade på FDA:s shortage list. Det möjliggjorde tillfällig produktion av kopior, något som nu i stor skala är förbjudet, men viss olaglig tillverkning fortsätter och bolaget driver rättsprocesser för att få bort dessa. FDA har nyligen skickat

varningsbrev till de företag som säljer dessa kopior, vilket talar för att utvecklingen går åt rätt håll.

Från och med 2026 väntas produktionskapaciteten förbättras när bolaget tar i bruk de nya fabrikerna som förvärvades i slutet av 2024. Dessutom pågår ett omfattande investeringsprogram där flera anläggningar successivt färdigställs.

Ett tecken på att kapaciteten redan är på väg upp är att bolaget planerar en fullskalig lansering av sin tablett mot viktminskning i början av 2026. I och med detta blir de först på marknaden med en tablett mot obesitas, som dessutom påvisat större viktnedgång än den största konkurrenten.

Vi anser att aktiemarknaden har varit alltför negativt inställd till bolaget och passade därför på att öka vårt innehav i början av augusti.



Alexander von Wachenfeldt
ANALYTIKER
NORDISKA ENSKILDA AKTIER

Livet med en manodepressiv affärspartner

För oss som arbetar med aktier är ingen dag den andra lik. Varje vardag klockan 09:00 öppnar Stockholmsbörsen sina portar och berättar med all tydlighet vad samtliga 750 noterade bolag är värda – åtminstone för idag.

Imorgon kan den lika gärna ha ändrat sig, för att marknaden kan svänga snabbare än vi hinner säga diversifiering.

Warren Buffett, en av världens främsta investerare, har lärt oss mycket om hur man navigerar i denna snåriga värld. Men egentligen är det hans läromästare, Benjamin Graham, som ger den bästa lektionen: betrakta marknaden som en manodepressiv affärspartner – även kallad Mr Market.

I sin klassiker *The Intelligent Investor* målar Graham upp honom som känslostyrd och irrationell, och varje dag erbjuder han dig nya priser för samtliga bolag.

Ibland lockar han med höga värderingar, andra gånger skrämmer han dig med panikartade kursfall. Men - du har alltid själv valet att köpa, sälja eller helt enkelt låta bli.

Som investerare är det lätt att dras med i Mr Markets svängningar. Och det är precis där konsten ligger, att stå stadigt när Mr Market skiftar humör. På kort sikt kan han ha fel, men över tid tenderar han att spegla verkligheten ganska väl.

Graham uttryckte det mycket talande i sin bok: "In the short run, the market is a voting machine. In the long run, it is a weighing machine" (på kort sikt styrs marknaden av vem som är mest populär just idag, på lång sikt vägs bolagens verkliga värden mot varandra).

Kollar vi på Stockholmsbörsen det senaste året ser vi exemplet svart på vitt: skillnaden mellan

årshögsta och årslägst är 27 procent, långt större än förändringarna i företagens faktiska vinster.

För innehaven i vår Nordiska Enskilda Aktieportfölj var skillnaden i snitt hissnande 60 procent. Så varför blir det såhär?

Jo, Mr Market gillar vanligtvis att extrapolera nuvarande tillväxtutsikter långt in i framtiden. Något som gör att han ibland prisar in för snabb tillväxt, och ibland för långsam. Det verkliga bolagsvärdet tenderar dock att skifta betydligt mindre, då företagens långsiktiga intjäningsförmåga sällan pendlar i paritet med aktiekurserna.

"In the short run, the market is a voting machine. In the long run, it is a weighing machine."

Att förstå detta är kanske den viktigaste lärdomen vi kan ta till oss från Mr Market. För i slutändan handlar investeringar inte om att agera baserat på dagshumöret hos en manodepressiv affärspartner, utan snarare att förstå värdet på det som ligger under ytan.

För när man sorterar bort marknadsbruset och i stället rotar bland kvartalsrapporter, siffror och statistik kan man ibland, med tålamod, egna insikter och hårt jobb hitta en alldeles för billig diamant.



Alexander von Wachenfeldt
ANALYTIKER
NORDISKA ENSKILDA AKTIER

Disclaimer

Om Söderberg & Partners

Söderberg & Partners grundades 2004 och är en av Sveriges ledande finansiella rådgivare och förmedlare av försäkringar och finansiella produkter. Vi bedriver verksamheter inom bland annat tjänstepensionsrådgivning, försäkringsrådgivning och försäkringsförmedling samt kapitalrådgivning och kapitalförvaltning. Vi utvecklar och erbjuder även digitala verktyg för bland annat finansiell rådgivning och för löne- och förmånshantering.

Viktig information

Denna analys är framtagen av Söderberg & Partners Wealth Management AB (nedan Söderberg & Partners). Söderberg & Partners står under Finansinspektionens tillsyn. Som grund till analysen har källor använts som i god tro bedömts vara tillförlitliga. Söderberg & Partners kan inte garantera riktigheten i denna information eller ta på sig något ansvar för fullständighet.

Syftet med analysen är att ge Söderberg & Partners kunder allmän information och analysen utgör således inte en rekommendation eller ett personligt investeringsråd och bör inte ensam ligga till grund för ett investeringsbeslut. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten i att investera i de värdepapper eller investeringsstrategier som diskuteras eller rekommenderas i denna analys och bör förstå att uttalanden om framtidsutsikter inte nödvändigtvis kommer att realiseras. Historisk avkastning är inte en garanti för framtida resultat. Placeringar i värdepapper innebär alltid en ekonomisk risk. För aktier noterade på börs utanför Sverige kan avkastningen för investeringen även påverkas av valutakursutveckling.

Söderberg & Partners ansvarar inte för direkta eller indirekta skador eller förluster, inklusive men inte begränsat till, förlorad och utebliven vinst, som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll. Materialet får inte distribueras, citeras eller kopieras för användning utan Söderberg & Partners föregående godkännande.

Avstämningsdatum för kurser är 2025-10-03