

FOKUSDEL — NORDISKA AKTIER

# Fyra frågor att följa upp under 2025

# Fyra frågor att följa upp under 2025

Förutsättningarna för ett bra år för Stockholmsbörsen finns där. Inflationen fortsätter att sjunka och räntorna förväntas följa med ner. I vår nordiska aktieportfölj är det framförallt fyra frågor vi kommer följa upp under 2025

Om våra förväntningar på fallande inflation och räntor slår in förväntas det vara gynnsamt för börsen då lägre räntor är en viktig faktor när företagens vinster ska värderas och därmed sätta ett pris på bolagens aktier.

## Goda vinster trots svag konjunktur

Men värderingen av vinsterna är en sak och vinstutvecklingen en annan. Generellt är de svenska bolagen välinvesterade och har försvarat sina vinster bra trots en svag konjunktur.

Även konkurrenskraften förefaller god i internationell jämförelse. Men för att vinsterna ska öka och ta fart behövs sannolikt en bättre konjunktur, både i och utanför Sverige då börsen till stor del är exportberoende.

Extra viktigt är utvecklingen i vår största exportmarknad Europa. Och här ser vi utmaningar med innovationskraft, tillväxt med mera i jämförelse med till exempel USA.

Att förbättra förutsättningarna för innovationskraft och tillväxt är ingen "quick fix" men det förväntas ändå gå i rätt riktning i Europa under året med en högre tillväxt än under 2024.

**"En kraftig kronförstärkning och handelskrig är exempel på faktorer som skulle kunna grusa bilden"**

## Vem minns börsfallet i augusti?



Varje år innebär större eller mindre korrigeringar på börsen. Det viktiga är att hålla blicken fast mot sitt långsiktiga mål.

## Som alltid finns det risker

En kraftig kronförstärkning och handelskrig är exempel på faktorer som skulle kunna grusa bilden. Samtidigt som en stor del av de noterade bolagens försäljning sker utanför Sverige har man samtidigt en hög andel lokal produktion. Så hur negativt effekterna av en kronförstärkning eller ett handelskrig skulle slå är svårt att bedöma.

## Räkna med stora slag

Trots vår positiva grundsyn skulle det förvåna oss om det inte blir stora slag på börsen under året. Få börsår är lugna och odramatiska (även om vi tenderar att glömma det). Senast för ett halvår sedan föll börsen kraftigt i samband med att japanska centralbanken höjde styrräntan.

Oväntade stora händelser kan snabbt ändra situationen och inträffa när man som minst anar det. Regimskiftet i Syrien under december är ett exempel på snabba oväntade

händelser, även om just denna händelse inte påverkade marknaderna.

### **Stor osäkerhet kring Trumps politiska agenda**

Högst upp på vår önskelista ligger ett slut på de krig som utkämpas. Men en okontrollerad eskalering med fler inblandade parter kan inte uteslutas. Likaså är osäkerheten stor kring vilken konkret politik Donald Trump kommer att genomföra.

Liksom för marknaden i stort kommer säkerligen kurserna för innehaven i vår nordiska aktieportfölj svänga ordentligt under året.

### **Att följa upp under 2025**

- Vad kommer ut från Novo Nordisks läkemedelsstudier?
- Kommer serieförvärvarna Addtech, Indutrade och Lifco fortsätta förvärva bolag i samma takt och hålla marginalerna på höga nivåer?
- Hur tas Volvos nya fordon emot och hur kommer lönsamheten utvecklas?
- Har fastighetsmarknaden bottnat för att återgå till positiv nettouthyrning och stigande fastighetsvärden?

Så låt oss se vad vi tror är sannolika utfall och några andra trender vi tror oss komma få se under året.

### **Novo Nordisk**

#### **Grunden lades långt tillbaka**

1986 upptäckte professor och diabetes-forskaren Jens Juul Holst tarmhormonet GLP-1. Hormonet visade sig stimulera kroppens insulinproduktion och mättnads-känsla.

Få kunde nog ana betydelsen av denna upptäckt knappt 40 år senare.

Novo Nordisk (Novo), ett av våra större innehav i vår nordiska aktieportfölj, har haft en närmast explosionsartad tillväxt senaste åren. Försäljningen har mer än fördubblats de senaste tre åren för att 2024 uppgå till mer än 400 miljarder kronor samtidigt som lönsamheten stigit.

Bakom försäljningsframgången ligger de nya läkemedlen Ozempic och Wegovy för behandling av diabetes respektive obesitas (fetma). Båda läkemedlen innehåller substansen semaglutide, en så kallad GLP-1 analog.

Dagens försäljning bygger på decennier av forskning. Efter Juul Holsts upptäckt 1986 fortsatte forskningen under 1990- och 2000-talen med målet att utveckla en konstgjord form av GLP-1 som kroppen inte bryter ner omedelbart. Och 2009 kom Novo med sitt första GLP-1 läkemedel, Victoza (diabetes).

Mycket har hänt sedan dess och bedömningen är att utvecklingen inom obesitas-området ändå bara har börjat.

Novo lanserade läkemedlet Wegovy för behandling av obesitas 2021. För närvarande konkurrerar Novo framför allt med amerikanska läkemedelsföretaget Eli Lilly om obesitas-marknaden.

Båda företagen lägger ofantliga resurser på att forska fram nya läkemedel inom området och flera andra läkemedelsföretag har bestämt sig för att satsa på obesitas-marknaden. Konkurrerande läkemedel kommer dock nå marknaden först 2028. Så Novo och Lilly har i princip marknaden för sig själva ett par år till.

### **CagriSema - en av flera studier**

Publicering av resultat från läkemedelsstudier får stort genomslag på det enskilda bolagets aktiekurs. Inte sällan byggs förväntningarna och spänningen upp som om det vore VM-final i fotboll eller ett amerikanskt presidentval.

Framsteg och uppnådda resultat premieras och kan skicka upp aktiekurser kraftigt på samma sätt som det omvända med misslyckade studier.

Ett exempel på detta kom strax innan jul när Novo presenterade resultaten av sin läkemedelskandidat inom obesitas, CagriSema.

Novo hade indikerat en viktnedgång om 25 procent av CagriSema. Utfallet blev 22,7 procent och aktien tappade drygt 20 procent samma dag som studien presenterades.

Studien innebär att Novo inte intar den klara ledarpositionen gentemot Eli Lilly. En hel del frågetecken kvarstår rörande CagriSema-studien såsom varför inte större andel (57 procent) av personerna i studien tog full dos.

Vår bedömning av CagriSema-studien är att det är för tidigt att döma ut studien och framtiden för CagriSema. Fyrtio procent av de som deltog i studien uppnådde en viktminskning om 25 procent eller mer.

## **Novo och Eli Lilly jämbördiga inom obesitas**

Vår uppfattning är att Novo och Eli Lilly har jämbördiga läkemedel mot obesitas. Precis som det skiljer sig mellan bolagens redan lanserade läkemedel kommer det vara skillnader i kommande läkemedel.

Men med tanke på att de förefaller ligga i paritet och att marknaden är gigantisk tror vi att marknaden i nuläget tolkar CagriSema-studien för negativt.

Mer detaljerade data från CagriSema-studien kommer under 2025. Eli Lilly har redan ett kraftfullare läkemedel ute på marknaden, Zepbound, och det är inom detta segment Novo tänkte konkurrera med CagriSema.

Novo var först ute med mindre kraftfulla obesitasläkemedel såsom Wegovy medan Lilly är först ute med ett mer kraftfullt läkemedel. Kampen är dock långt från avgjord och vår bästa gissning är att dessa två bolag kommer vara ledande för relativt lång tid framöver.

## **Flera intressanta studier kommer från Novo i år**

Novo har kontinuerligt flera löpande studier för nya potentiella läkemedel och 2025 är minst lika intressant som 2024 var. Det vi ser mest fram emot och som kommer ha stor betydelse för Novo är nedan studier.

Läkemedel	Behandlingsområde & Fas	Studie
CagriSema	Obesitas (3)	Obesitas och diabetes typ 2
Amycretin (injection)	Obesitas (1)	Data för viktminskning under 36 veckor
Amycretin (oralt)	Obesitas (-)	Uppdatering av amycretin, oralt
CagriSema	Obesitas (3)	CagriSema jämfört och placebo
CagriSema	Obesitas (3)	CagriSema jämfört med Eli Lillys Zepbound
Rybelsus	Alzeimer (3)	Studien startade 2021 och väntas klar 2025
Amycretin	Diabetes typ 2 (2)	Oralt och injektioner jämfört med placebo

Studierna kommer ge information om uppnådd effekt både i förhållande till placebo och konkurrerande läkemedel samt biverkningar. Även information om kombinationsbehandlingar och andra möjliga behandlingsområden (bland annat Alzeimer) kommer klarna i och med att studierna publiceras.

Få bolag har möjlighet att lägga samma resurser på forskning och utveckling inom diabetes och obesitas och med den erfarenheten Novo besitter och tidigare indikationer bedömer vi att det är hög sannolikhet att några av studierna kommer ge positivt resultat.

Därifrån till färdiga läkemedel är det dock långt. Men det lägger grunden för att behålla den starka positionen och framtida tillväxt. Inte minst när befintliga patent löper ut.

## **Produktionen ökar för att möta efterfrågan - och priset sjunker**

Få ifrågasätter den potentiella efterfrågan av obesitasläkemedel. Sjukdomen har drabbat allt fler och en del talar om en epidemi och behandling har visat på många och stora hälsovinster. Det är snarare en fråga om hur mycket som kan produceras och hur läkemedlen ska prissättas.

Med de investeringar Novo gör i ökad produktion tror vi marknaden underskattar möjlig framtida produktion. Bara under 2024 har bolaget investerat eller tagit beslut om investeringar på över 100 Mdr i ökad produktion. Det finns goda skäl till att anta att den ökade produktionen kommer slå mer positivt än prispressen kommer slå negativt.

Prismekanismerna för läkemedel är inte nya. Priser förändras och patent löper ut. Men vi tror ett sannolikt scenariot för Novos obesitas-del är att den utvecklas på liknande sätt som diabetesområdet gjort. Inom diabetesområdet har produktinnovationen varit hög vilket medfört att man kunnat generera hög tillväxt med mycket stark lönsamhet.

## **Serieförvärvarna**

### **Fortsatt disciplinerade**

Att förvärva andra företag är en stor del av "serieförvärvarnas" affärsidé. Men att förvärva är kanske inte så svårt.

Det svåra och viktiga är att förvärva rätt bolag med nischad verksamhet och bra marginaler till rätt pris utan att samtidigt äventyra sin egen balansräkning, det vill säga inte ta på sig för mycket skuld.

För de tre serieförvärvarna vi har i portföljen, Addtech, Indutrade och Lifco, innebär det att förvärvstakten kan variera från år till år.

Vårt stalltips är dock att utbudet av bolag är så stort att goda förvärvsmöjligheter finns under många år framöver och att nämnda bolag är attraktiva förvärvare. Detta talar för att förvärvstakten även 2025 kan bli hög. Balansräkningarna klarar det.

I och med den disciplinerade strategin kring förvärv har man lagt grunden för att kunna behålla marginalerna på nuvarande nivåer.

## **AB Volvo**

### **Håller balansen**

AB Volvo (lastvagnar, anläggningsmaskiner och bussar) har haft en mycket stark utveckling under flera år.

Försäljningen har vuxit tvåsiffrigt, bortsett från 2020 då Corona-pandemin bröt ut. Samtidigt har bolaget förbättrat marginalen avsevärt. 2017 uppgick den justerade rörelsemarginalen till 10 procent för att nu ligga på cirka 14 procent (lite varierande kvartal till kvartal). Tillväxten och lönsamhetsförbättringen har skett samtidigt som bolaget hållit investeringarna på en hög nivå, ackumulerat en stor kassa och genom utdelningar distribuerat stora värden till aktieägarna.

Det mesta har alltså under flera år gått Volvos väg. Vad ligger bakom denna utveckling och vad kan man vänta framöver?

Tillväxten hade inte kommit utan attraktiva produkter som kunderna uppskattar och är beredda att betala för. Detta kräver investeringar, vilket Volvo prioriterat.

Men att höja lönsamheten, rörelsemarginalen, har till stor del åstadkommit genom att arbeta med den interna flexibiliteten och anpassningsförmågan.

Volvo verkar i en starkt cyklisk bransch och flexibilitet och anpassningsförmåga är då nycklarna till att ha en jämnare och högre lägstanivå av marginalen.

### **Fortsätta på inslagen väg**

I november 2024 höll Volvo kapitalmarknadsdag och det blev tydligt hur viktigt flexibilitet och anpassningsförmåga är för den positiva utvecklingen.

Det betyder i praktiken bland annat att kunna producera olika produkter på samma produktionslinje för att anpassa sig efter förändrad efterfrågan, arbeta med moduler och att utveckla gemensamma tekniker för de olika affärsområdena.

Arbetet med flexibilitet och anpassningsförmåga är en kontinuerligt pågående process som fortsätter även under 2025.

### **Mot fossilfria produkter i oklar takt**

Volvo hyser inga tvivel om att marknaden för kommersiella fordon kommer transformeras till att bli fossilfri. Kundernas krav och regleringar kommer kräva detta.

Takten och tillvägagångssättet är dock svår att prognostisera. Vägen dit kommer inte vara spikrak då många faktorer påverkar, till exempel utbyggnaden av laddinfrastruktur.

Enligt bolaget kommer inte eldrift vara den enda lösningen för att ställa om till fossilfri fordonsflotta utan förbränningsmotorn kommer finnas kvar men drivas på förnybara drivmedel. Det är här flexibiliteten blir oerhört viktig för att kunna möta efterfrågan och att samtidigt hålla lönsamheten.

### **Redo med nya produkter**

Utvecklingen för kommersiella fordon återstår att se men Volvo står väl rustat för att möta den.

Volvo har en rad nya lastbilsmodeller där de traditionella attributen som säkerhet, prestanda, förarkomfort, men också bränsleeffektiviteten, förbättrats avsevärt.

Volvo VNL som började säljas i slutet av 2024 är 10 procent mer bränsleeffektiv än tidigare motsvarande modeller och Volvo FH Aero har utvecklats till den mest bränsleeffektiva lastbilen i Volvos historia.

Inom anläggningsmaskiner har man inför 2025 80 nya och uppdaterade modeller där bland annat grävmaskinerna erbjuder 15 procent bättre bränsleekonomi.

Med ett starkt produktprogram, utveckling av serviceerbjudandet, en kontinuerlig ökad effektivitet och fortsatta investeringar finns förutsättningar för en fortsatt positiv utveckling för Volvo.



*Volvo VNL med tio procents lägre bränsleförbrukning lanserades i slutet av 2024.*

## **Fastighetsbolagen**

### **Går mot ljusare tider**

Fastighetsbolagens rapporter för andra halvåret 2024 indikerar att fastighetspriserna stabiliserats efter en längre tids nedgång. Samtidigt har tillgången på kapital förbättrats avsevärt och räntenivåerna kommit ner.

Åren med hög inflation, 2022 - 2023, innebar generellt höga hyreshöjningar för kommersiella fastigheter då de är kopplade till inflationsutvecklingen.

Hyresnivåerna ligger nu kvar på de högre nivåerna samtidigt som räntekostnaderna går ner, vilket är positivt för fastighetsbolagen. Den finansiella situationen kommer förbättras även om inte efterfrågan stärks.

Då fastighetsmarknaden i stort är relativt sencyklisk kommer det troligen krävas en längre tid av förbättrad konjunk-

tur innan efterfrågan och därmed nettouthyrningen tar fart och vi ser bättre vilja att påbörja nya projekt.

I vanlig ordning kommer börsen dock ta ut förbättrade utsikter i förväg. Så mycket talar för att fastighetsbolagen får en revansch under året och om det dröjer har vi förhoppningsvis det värsta bakom oss.



**Fredrik Lundqvist**

FÖRVALTARE NORDISKA ENSKILDA AKTIER