

Rapportsäsong – 16Q4, banbrytande...



Varje månad publicerar Strategi och Allokering en rapport som fokuserar på vinstprognoser, vinsttillväxt och diverse relevant analys.

Alfred Kerstis
Junior Aktiestrateg
alfred.kerstis@swedbank.se

Aktuellt för februari är:

- Rapportsäsong – SBX Index, S&P 500 & STOXX 600
- Vinstrevideringar
- Investeringsidéer – cykliskt och hälsovård

Nästintill alla bolag på Stockholm benchmark index (SBX) har nu rapporterat. 55 procent av bolagen har överträffat analytikernas vinstestimat och index som helhet har överträffat förväntningarna med 5,6 procent (exkluderat finans och fastigheter). Den svenska rapportsäsongen har varit starkast jämfört med Europa och USA. De sektorer som har överraskat med störst påverkan på SBX har varit de cykliska.

Vinstrevideringar, för de bolag som har rapporterat, har varit positiva för Sverige, neutrala för Europa och negativa för USA. På SBX har estimaten för industri och basindustri på 2017 års vinster reviderats upp med mer än 2 procent. Nedrevideringar har varit störst hos hälsovård och Ericsson. Även i Europa har revideringstrenden varit starkt positiv för industri och basindustrin. Olja och gas däremot har reviderats nedåt. Trots att marknaden har gått starkt i USA och rapportsäsongen är något över förväntan, har alla sektors vinster, förutom banksektorn, nedreviderats på S&P 500.

Förväntningarna från marknaden och från oss var högt ställda inför rapportsäsongen. De kommentarer vi har hört från bolagsledningarna under kvartalet har börjat konvergera med den positiva trenden vi ser i ekonomin. De förbättrade utsikterna vi har övervakat sedan sensommar 2016 har lett till ett börsrally från cykliskt. Nu har vi även fått bekräftelse från bolagen att de upplever denna förbättring i ekonomin operationellt.

Konsensusestimater

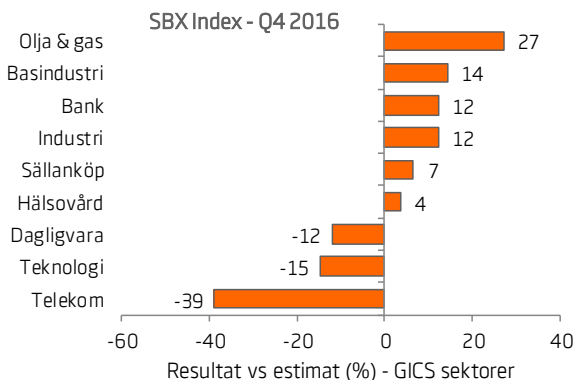
fr.o.m. Feb 24, 2017

	Vinsttillväxt (%)	
	2017e	2018e
Industri	13	8
Banker	-2	7
Sällanköp	10	10
Teknologi	2	22
Basindustri	36	4
Hälsovård	3	18
Dagligvara	15	6
Telekom	3	12
Olja & gas	nm	-13
Finans	-36	31
Fastigheter	5	7
SBX Index	9	9

SBX tillväxt exkluderar finans och fastigheter

Graf 1: De cykliska sektorerna har försvarat sin relativt höga avkastning inför rapportsäsongen med starka Q4 resultat

fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Rapportsäsong - SBX Index

Rapportsäsongen har överraskat positivt i både bredd och styrka. Det finns dock ett fåtal sektorer/bolag som har rapporterat under förväntan. Den första positiva indikationen kom från Atlas Copco som rapporterade den 27 januari. Ett av de tyngre bolagen i index, Atlas Copco överträffade vinstestimatet med 10 procent. 4 dagar senare rapporterade H&M sina kvartalssiffror och även de var starka, 9 procent över förväntan på vinster.

En mängd ekonomiska indikatorer, så som inflation, inköpschefsindex och sentimentundersökningar tyder på en starkare ekonomi idag jämfört med 6-12 månader sedan. Inför rapportsäsongen var vi därför nyfikna att få höra om bolagen själva kunde ge bekräftelse att detta momentum har visat sig i deras respektive marknader. I flera år har bolagsledningarna varit konservativa i sin guidning, men nu har vi börjat få indikation på ökad efterfrågan.

Citat från rapportsäsongen:

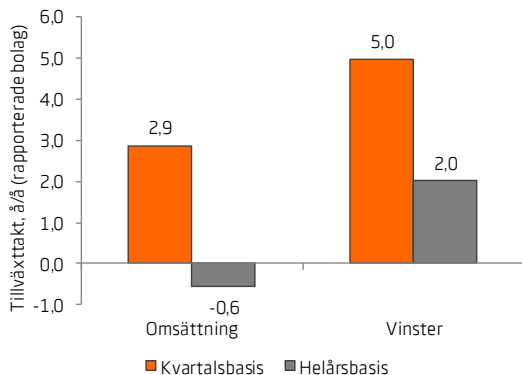
"Den totala efterfrågan för koncernen förväntas förbättras något." – Atlas Copco

"Efterfrågan för SKF:s produkter och tjänster förväntas vara något högre för koncernen och för industrin." – SKF

"Volvo uppgraderar sin syn på den europeiska lastbilsmarknaden. Lastbilsorder var betydligt bättre än förväntat." - Mats Liss, Swedbank aktieanalys

Graf 2.3: Vinststillväxten, rensat för Ericsson är 17 procent (Q4 vs samma period föregående år)

fr.o.m. Feb 24, 2017

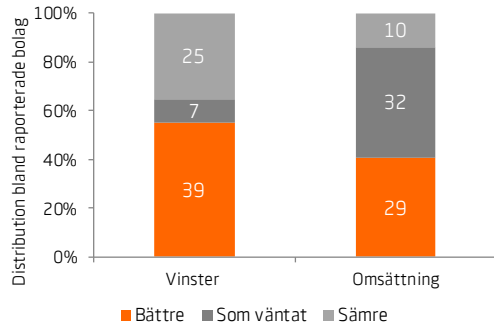


Tillväxttakten exkluderar finans och fastigheter

Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 2.1: Resultat har kommit in starkare i både bredd och styrka

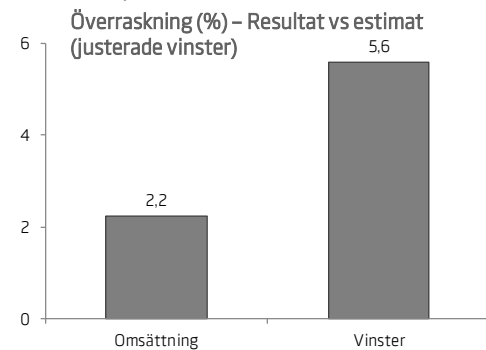
fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 2.2: Industri och banker förklarar till stor del den positiva överraskningen

fr.o.m. Feb 24, 2017



Ovanstående resultat exkluderar finans och fastigheter

Källor: Factset, Swedbank analys

Global vinststillväxt har mer eller mindre varit obefintlig sedan 2011. Detta är något vi nu verkar bryta oss ifrån. Vi beräknar en vinststillväxt kring 5 procent på kvartalet jämfört med samma period 2015. Vinstestimatet för 2017 har till och med reviderats upp något, främst för de cykliska bolagen. Därmed förväntar vi oss en vinststillväxt på 8-10 procent för 2017. Detta är visserligen en väldigt vanlig prognos för marknaden som inte har inträffat på många år. Vi bedömer dock att dagens estimat kommer att realiseras grundat på de förbättrade utsikterna kring ekonomin.

Rapportsäsong – S&P 500

Rapportsäsongen i USA är något sämre än den historiska positiva överraskningen. Trots att mer än hälften har överträffat vinstestimaten, är avvikelserna liten. Med ett fåtal bolag kvar att rapportera har rapportsäsongen i USA varit något av en besvikelse då den positiva överraskningen är något lägre än sitt historiska snitt. Dessutom är det positiva tillskottet relativt koncentrerat till banksektorn, teknologi (Apple och Microsoft) och Exxon Mobil.

Rapportsäsongen för S&P 500 började starkt med banker först ut. Hela banksektorn blev klar relativt snabbt och kvarstår som den bästa sektorn på S&P 500. 70 procent av bankerna överträffade vinstestimaten. På aggregerad nivå blev deras vinster 7 procent över förväntan. Samtidigt gav bankerna en positiv syn på 2017. De påpekade att marknadsförhållanden hade förbättrades under andra halvåret 2016 och har sedan även fortsatt in i 2017. Högre utlåningstillväxt tillsammans med högre räntor har resulterat i ett högre sekventiellt räntenetto.

Citat från rapportsäsong:

"Jag tror att om det blir någon avreglering, kommer banker bli mer aggressiva och växa, öppna nya kontor i nya städer, utöka låneportföljer, söka upp kunder de inte har."

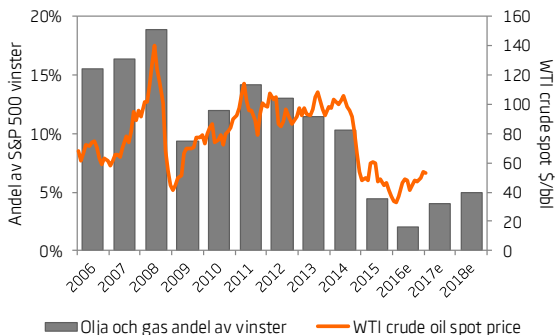
– Jamie Dimon, VD JPMorgan Chase & Co.

"Optimismen är mycket stark, och vi ser detta resultera i lån. Jag tror detta kommer att fortsätta in i nästa år."

– Brian Moynihan, VD Bank of America

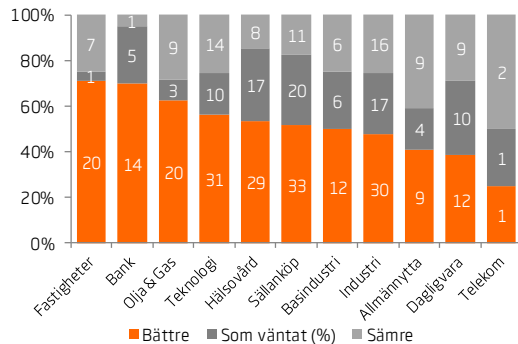
Graf 3.3: Olja och gas sektorn beräknas stå för 2% av vinster på S&P 500 2016, ner från 20% 2008

fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

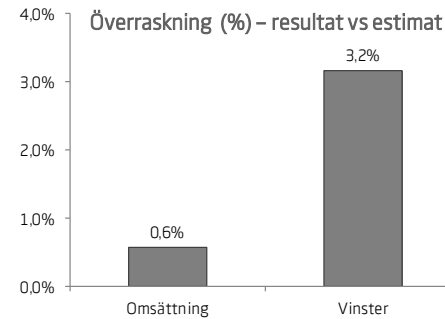
Graf 3.1: S&P 500 vinster score-kort – resultat vs estimat fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 3.2: Aggregerade resultat är över förväntan. Största positiva bidrag från banker, Apple, Microsoft och Exxon Mobil

fr.o.m. Feb 24, 2017



Ovanstående resultat exkluderar finans och fastigheter

Källor: Factset, Swedbank analys

Precis som i Europa, förväntas en stor del av vinsttillväxten att komma från olja & gas-sektorn. Konsensus förväntar att sektorn ska lyfta vinster på S&P 500 med ytterligare 3,1 procent för 2017. Detta är närmare 40 procent av hela vinsttillväxten (S&P 500). Redan denna rapportsäsong har olja & gas-sektorn visat på en tydlig förbättring. Sektorn har hittills överträffat både omsättning och vinstestimat med 3 respektive 14 procent. Graf 3.3 visar utvecklingen av olja & gas-sektorns andel av totala vinster för S&P 500. Dess andel förväntas förbättras betydande.

"Under 40 år inom branschen olja & gas har jag aldrig sett ett svårare år för industrin. Idag är jag dock väldigt positiv till det som sker."

– David Lesar, VD Halliburton Co.

Rapportsäsong – STOXX 600 (exkl. Sverige)

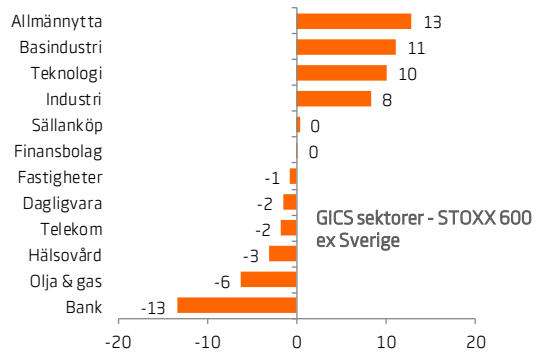
Not: En stor andel av bolagen på STOXX 600 rapporterar enbart på halvårsbasis. Därför är alla värdena för andra halvåret 2016 (antingen halvår eller laggande 2 kvartal).

Den europeiska rapportsäsongen är nu halvvägs och är under förväntan. Omsättning och vinster har missat analytikernas estimat med respektive 0,8 och 0,3 procent. Ett fåtal banker och olja & gas-bolag har en stor negativ påverkan. BP, Shell och Statoil väger tungt bland olja och gas.

Deutsche bank, HSBC och Banco Popular har missat stort. Deutsche har fortsatt bekymmer med tidigare böter och diverse avskrivningar. Banco Popular hade betydligt större kreditförluster än analytikerna estimerat. Den negativa överraskningen från bankerna har resulterat i lägre marknadsvärde, ned 5,1 procent sedan respektive rapportdag.

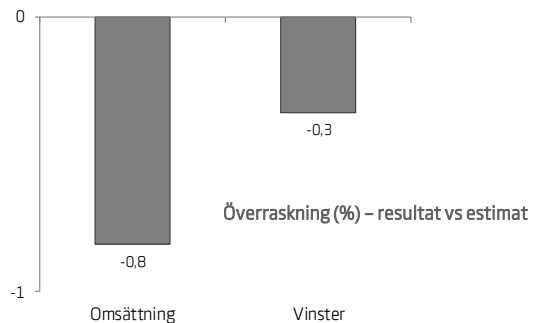
De sektorer som har överraskat positivt är basindustri, teknologi och industri (observera graf 4.1). På sida 2 såg vi även att de svenska sektorerna som överträffade starkast var just basindustri och industri.

Graf 4.1: Resultat vs estimat (%) – GICS sektorer
fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

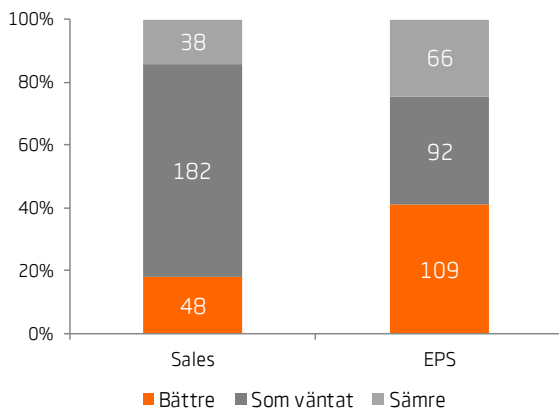
Graf 4.2: Bank och olja och gas tynger ned de aggregerade resultaten
fr.o.m. Feb 24, 2017



Ovanstående resultat exkluderar finans och fastigheter

Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 4.3: Enbart 40% överträffar förväntningarna på vinster
fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Trots en relativt svag rapportsäsong och det faktum att politiska risker kvarstår i Europa, har europeiska aktier lockat investerare under 2017. Majoriteten av investeringsstrategier skrivna i december höll sig borta från Europa. Detta har ändrats snabbt och har visat sig i flöden till europeiska aktier från institutionella investerare under 2017. Omallokeringen grundas på återhämtningspotentialen från Europeiska banker (värderade till hälften av svenska bankers P/B). Samtidigt förväntar sig analytikerna ett stort bidrag från olja & gas-sektorn vilket medverkar till en total vinsttillväxt kring 16 procent.

Högre tillväxt och lägre relativ värdering jämfört med USA och Sverige är enkelt att använda som motiv till att föredra Europa. Om det vore så enkelt hade dock alla redan gjort det. Det kvarstår som sagt specifika risker.

“Europa är bra för semester, inte för aktier.”
– Adam Parker, f.d. aktiestrateg för Morgan Stanley.
Augusti, 2016

Rapportsäsong – Vinstrevideringar

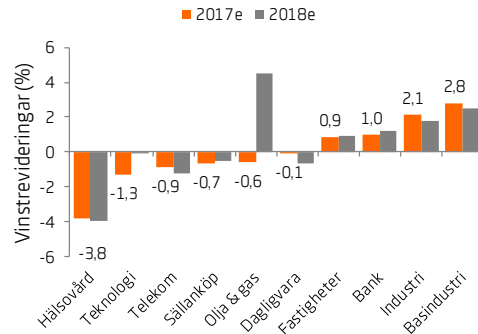
Vinstrevideringarna har varit positiva för svenska aktier, jämt fördelat för Europa och något ned för USA. Tillsammans med den positiva trenden i ekonomin sedan sensommaren 2016 har vi även sett positiva vinstrevideringar på den globala aktiemarknaden. Revideringarna har varit starkast för cykliska sektorer så som banker, basindustri och industri. För fortsatta positiva revideringar behövdes starka kvartalsrapporter samt förbättrade utsikter från bolagsledningarna under rapportsäsongen.

De svenska bolagen har rapporterat starkt och aggregerade vinstrevideringar är positiva. På bolagsnivå har Skanskas, Bolidens och Volvos vinster reviderats upp mest inför 2017 och 2018. Samtidigt som revideringarna är positiva är det även bullish att se de starka prisreaktionerna. Det finns alltid risk att marknaden har inprisat en positiv överraskning och då kommer priser att stå stilla vid ett sådant utfall. Graf 5.2 visar sektorernas aggregerade värdeförändringar.

I USA har vinstrevideringarna varit generellt negativa sedan slutet av Q3 (dock marginellt). Denna revideringstrend har fortsatt in i rapportsäsongen, förutom för banker (se graf 5.3).

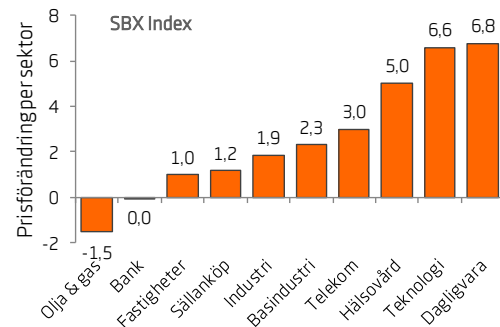
Till skillnad från USA, har majoriteten av sektorerna på STOXX 600 reviderats upp sedan slutet av Q3. Europa påminner om svenska vinstrevideringar där cykliskt dominerar.

Graf 5.1: Vinstrevideringar har varit starkast för de cykliska sektorerna på SBX
fr.o.m. Feb 24, 2017



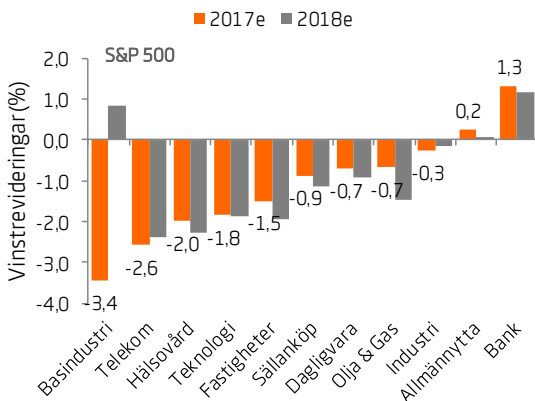
Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 5.2: Aktiemarknaden har tagit emot rapportsäsongen väl, nästintill oavsett resultat
fr.o.m. Feb 24, 2017



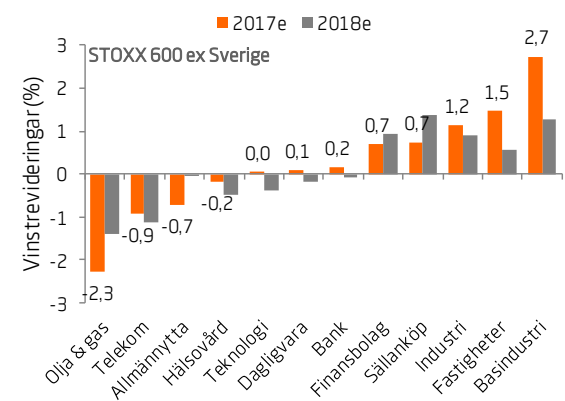
Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 5.3: Nästan alla sektors vinster på S&P 500 har nedreviderats under rapportsäsongen
fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 5.4: Vinstrevideringar i Europa är positiva för de cykliska, förutom för olja och gas
fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Investeringsidéer

Not: Vi använder S&P 500 sektorer som proxy i graf 6.1 & 6.2

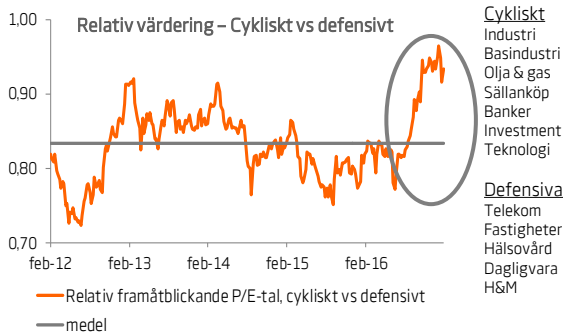
Cykliskt har överavkastat gentemot defensiva sektorer sedan USA-valet och detta har vidgat den relativa värderingen mellan de två korgarna. Räntor har fallit i över 30 år vilket har skapat ett obligationsrally vilket blir svårt att överträffa. Dock har räntor på sistone börjat ticka uppåt i takt med ökande inflationsförväntningar. Detta kommer att minska skillnaden mellan direktavkastningen på defensiva sektorer (telekom, fastigheter m.m.) och räntan på statsobligationer. Utfallet kan bli att investerare föredrar det säkrare instrumentet. Om man istället letar värdestegring har cykliskt tyvärr blivit relativt dyrt relativt snabbt (och man vill generellt äga aktier då cykliskt går bra). Vad finns det då för alternativ?

1. Givet att vinstrevideringar fortsätter takta på samt att optimismen i marknaden kvarstår, fortsatt med cykliskt.

2. Om inte cykliskt lockar tycker vi att hälsovårdssektorn ser intressant ut. Den har stöd från både värdering och från dess underliggande marknad. Värderingen för hälsovårdssektorn är historiskt under dess median för både P/B (graf 6.2) och P/E. Vad beror detta på? Många hälsovårdsbolag har varit i media under 2016, till exempel blev de utpekade under det amerikanska presidentsvalet gällande för dyra läkemedel. Negativ publicitet tror vi har bidragit till en lägre värdering.

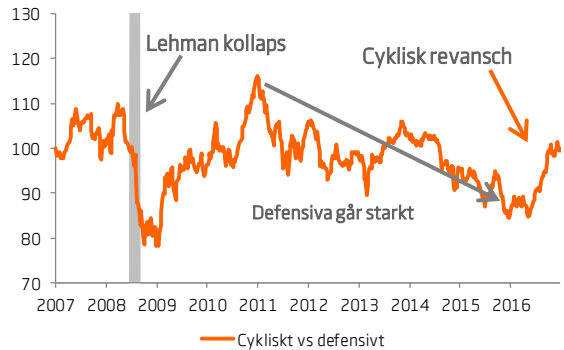
Graf 6.3: Den relativa värderingen mellan cykliskt och defensivt har expanderat sedan sensommar 2016 – SBX index

fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

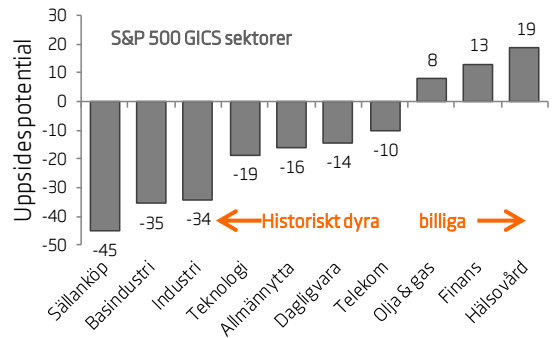
Graf 6.1: Relativ avkastning cykliskt vs defensivt – S&P 500
fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Factset, Swedbank analys

Graf 6.2: Potential uppsida skulle värdering återgå till median (P/B tidserier sedan 1990)
fr.o.m. Feb 24, 2017

fr.o.m. Feb 24, 2017



Källor: Bloomberg, Swedbank analys

Den underliggande marknaden är lovande. En växande medelklass i tillväxtmarknader och en åldrande befolkning i utvecklade länder bör öka efterfrågan för diverse läkemedel (per capita spenderar de äldre mest på läkemedel).

Upplysningar till kund

Analytikern intygar

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intygar att det reflekterar deras personliga åsikt/er om de företag och värdepapper som de täcker. Detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan. Analytikern(a) intygar även att de inte har fått, får eller kommer att få någon kompensation (vare sig direkt eller indirekt) i utbyte för någon åsikt eller rekommendation i detta dokument.

Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av Strategi & Allokering på Swedbank Large Corporates & Institutions ("LC&I") och ges ut av affärsområdet Swedbank LC&I inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Welcome to Swedbank Securities US, LLC ("Swedbank Securities US"), som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. De institutionella investerare i USA som får detta dokument och som önskar utföra en transaktion i något finansiellt instrument som nämns i rapporten, ska endast göra detta via Swedbank Securities US. Swedbank Securities US är en USA-baserad mäklare/handlare, som är registrerad hos Securities and Exchange Commission, och är medlem av Financial Industry Regulatory Authority. Swedbank Securities US är en del av Swedbank-koncernen.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:

<http://www.swedbanksecuritiesus.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast "relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investeringsaktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order.
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmuntran att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – som annars lagligen kommuniceras, direkt eller indirekt.

Ansvarsbegränsningar

All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument.

Du bör vara uppmärksam på att investeringar på kapitalmarknaden, bl a sådana som rekommenderas i detta dokument, är förenade med ekonomiska risker och att uttalanden om framtidsbedömningar är förenade med osäkerhet. Du ansvarar själv för dessa risker. Du bör därför komplettera ditt beslutsunderlag med nödvändigt material, inklusive kunskap om de finansiella instrumentens egenskaper och de villkor som gäller för handel med dessa instrument.

Observera att analytikern baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för att täcka ett företag, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning till behörig mottagare och är inte avsett att vara rådgivande. Om du inte är kund hos Swedbank är du inte berättigad till detta dokument. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument.

Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

Potentiella intressekonflikter

Swedbank LC&I regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende.

Dessa regelverk inkluderar bl.a. regler gällande kontakter med analyserade bolag, personlig involvering i dessa bolag, deltagande i investmentbanksaffärer och översyn och granskning av analysprodukter. Bland annat gäller följande:

- Analysprodukterna får endast baseras på publik tillgänglig information.
- Analytikerna får, som regel, inte ha några innehav eller positioner (långa eller korta, direkt eller via derivat) i aktier eller aktierelaterade instrument i de bolag som de följer.
- De anställda vid analysavdelningen kan ha rätt till provisioner baserade på företagets resultat, inklusive från investmentbanken. Ingen i personalen får dock ta emot ersättning baserat på någon specifik investmentbanksaffär.
- Swedbank får inte ta emot ersättning från, eller ingå avtal med, analyserade bolag om att utföra en viss investeringsrekommendation.

Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank LC&I:s medgivande. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Mångfaldigad av Swedbank Large Corporates & Institutions, Stockholm 2015.

Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.

Besöksadress: Landsvägen 40, 172 63 Sundbyberg.