

Pohjoismaat Osinko – kirje osuudenomistajille

Volatiliteetti oli vasta alkua

Hyvät osuudenomistajat,

Pääomamarkkinoiden liikkeet olivat voimakkaita huhtikuussa. Vaikka osakemarkkinat – ja rahasto – elpyivät, ja päättivät kuukauden ainoastaan hienoisessa laskussa (ja tuotto on rahaston perustamisesta alkaen ollut positiivinen markkinoiden myllerryksestä huolimatta) me rahastonhoitajat olemme sydän kurkussa menneet töihin viime viikkoina. Huhtikuu päättyi rahaston 0,2 prosentin laskuun, mikä oli lähes 2 % vertailuindeksiä enemmän.

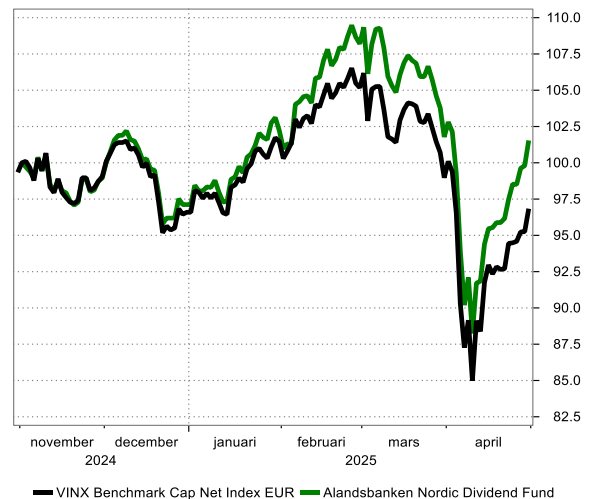
Pääomamarkkinoita ovat lähes pelkästään ohjanneet uutiset Yhdysvaltojen ja muun maailman välisestä kauppasodasta. Alun laskun jälkeen – osakemarkkinoiden laskiessa ja Yhdysvaltojen korkojen noustessa dramaattisesti – tullien käyttöönottoa lykättiin 90 päivällä maiden välisten neuvottelujen mahdollistamiseksi.

Emme ole erityisen vaikuttuneita näissä neuvotteluissa tähän mennessä saavutetuista tuloksista. Heti kuun vaihteen jälkeen Iso-Britannia ja Yhdysvallat julkaisivat sopimusluonnoksen, jossa tullit vahvistetaan 10 %:n tasolle (paria vähemmän tärkeää poikkeusta lukuun ottamatta). Neuvottelujen jälkeinen tilanne on siis huomattavasti huonompi kuin ennen 2. huhtikuuta, minä pitäisi vaikuttaa negatiivisesti tuottoennusteisiin.

Yritysten tulospöytäkirjat jäivät taka-alalle kuukauden aikana, mutta olivat olennaisilta osin meidän ja markkinoiden odotusten mukaisia – mahdollisesti jopa hieman odotettua parempia suhdanneherkkien yhtiöiden osalta. Ainoa ongelma on, että he kuvaavat tilannetta ennen huhtikuun 2. päivää, ja on selvää, että epävarmuus siitä, mitä tulevaisuus tuo tullessaan, on erittäin suuri. Pohjoismaiden markkinoiden tulosennusteita vuosille 2025 ja 2026 on laskettu kuukauden aikana varsin jyrkästi – ensimmäisen vuosineljänneksen lopusta noin 5 %.

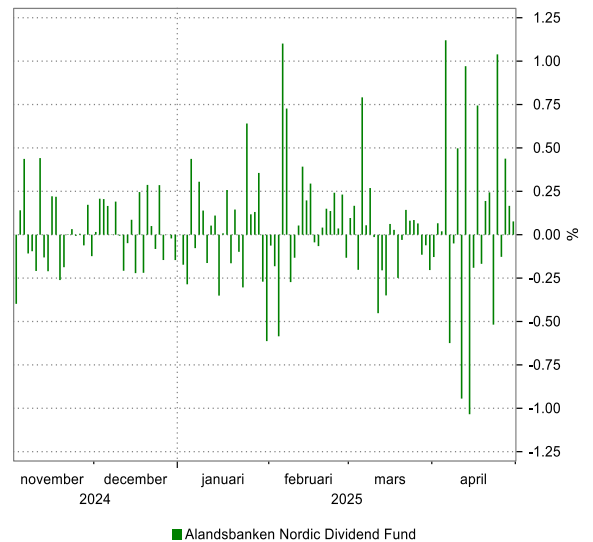
Alentuneiden tulosennusteiden ja suhteellisen vahvan osakemarkkinan yhdistelmä merkitsee, että voittojen arvostus on noussut. Pohjoismaisten markkinoiden eteenpäin katsova P/E-luku on edelleen jonkin verran ”normaalia” alhaisempi, mutta muilla markkinoilla on havaittavissa selkeitä merkkejä siitä, että arvostukset ovat nousseet tasolle, joka edellyttää voittojen kasvavan lähiaikoina, mikä voi olla vaikeasti toteutettavissa ellei kauppasota lähiaikoina rauhoitu.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Lähde: Macrobond

Ålandsbanken Nordic Dividend Fund
Daily relative performance



Lähde: Macrobond

Kirje osuudenomistajille

Markkinoiden volatilitteetti ei ole pelkästään huono asia. Maalis- ja huhtikuun kurssilasku loi meille mahdollisuuden sijoittaa uuteen yritykseen, norjalaiseen lohenviljelijään Mowiin. Yhtiö on kansainvälisesti suurin lohiviljelijä; liikevaihto on lähes 6 miljardia euroa ja kannattavuus hyvä. Toiminta sijaitsee suurelta osin Norjassa, jonka osuus tuloksesta on 75 %, mutta yhtiöllä on myös laajat kalanviljelylaitokset Chilessä, Kanadassa ja Skotlannissa. Yritys on täten vähemmän herkkä erilaisille tuotannon häiriöille (kuten epäsuotuisille sääolosuhteille tai tautiepidemioille) kuin monet kilpailijansa.

Viljellyn kalan (erityisesti lohen) kysynnän pitkän aikavälin ajuri on vaurauden lisääntyminen maailmassa, mikä johtaa proteiinien kysynnän kasvuun. Lohi on suhteellisen "halpa" proteiini verrattuna esimerkiksi naudanlihaan. Pidämme yhtiön lähivuosien kasvupotentiaalia hyvänä, odotamme vuotuisen tuoton kasvavan keskimäärin 7-8 % vuoteen 2027 asti. Tämä mahdollistaa voittomarginaalin nousun vuoden 2024 vajaasta 15 %:sta 18-19 %:iin, mikä on linjassa yhtiön historiallisen kannattavuuden kanssa.

Tase on suhteellisen vahva, nettovelkaantumisaste (nettovelka/EBITDA) on 1,8x, mikä liiketoiminnan vahvat kassavirrat ja alhaiset investointitarpeet huomioon ottaen mahdollistaa korkean ja vakaan tuoton osakkeenomistajille. Odotamme osingon nousevan viime vuoden 0,57 eurosta/osake miltei 1 euroon/osake vuonna 2027, jolloin osinkotuotto on keskimäärin lähes 5 % vuodessa seuraavien kolmen vuoden aikana.

Arvostus on houkutteleva: Mowin P/E-luku on 11x seuraavalle 12 kuukaudelle, mikä on noin 8 % vähemmän kuin historiallinen keskiarvo. Arviointimallimme antaa pitkän aikavälin osakekohtaiseksi arvoksi noin 240 Norjan kruunua, mikä on lähes 30 % enemmän kuin tällä hetkellä. Odotettu yli 15 %:n prosentin vuotuinen tuloskasvu vuoteen 2027 asti antaa osakkeelle hyvän hintapotentiaalin ja houkuttelevan osinkotuoton.

Mitkä ovat riskit? Lohen hinta on perinteisesti heilahdellut (nousevan trendin ympärillä), joten sijoituksen aikajänteen tulee olla pitkä. Sektorin verotus Norjassa on myös aika ajoin ollut keskustelujen aiheena, mutta suhteellisen tuoreen lainsäädännön ansiosta myös tämä riski tuntuu hallittavissa olevalta.

Mowi vs VINX Benchmark (NOK)



Lähde: Macrobond

MOWI 12 month forward P/E



Lähde: Macrobond

Kirje osuudenomistajille

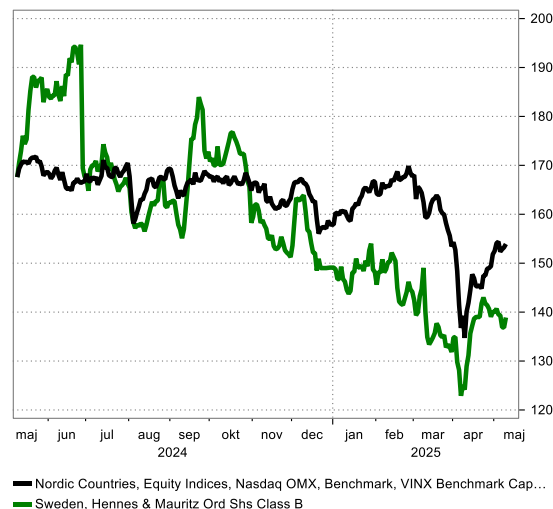
Rahoitimme sijoituksemme Mowiin myymällä Hennes & Mauritzin omistuksemme. Osake on kehittynyt markkinoiden mukaisesti rahaston perustamisesta marraskuussa 2024 alkaen, mutta ei ole onnistunut ylittämään markkinoita. Kun alkuperäinen sijoitus tehtiin, oletimme, että vahvempi kuluttajakysyntä yhdistettynä lisääntyneisiin markkinointipanostuksiin parantaisi tuoton kasvua, minkä yhdessä H&M:n tunnetusti vahvan kustannuskurin kanssa olisi pitänyt johtaa marginaalien ja tuloksen merkittävään kasvuun.

Viime vuosineljänneksen kehitys on antanut aihetta kyseenalaistaa oletuksemme. Huolimatta huomattavista panostuksista asiakastarjontaan H&M ei ole pystynyt kasvamaan markkinoiden tai suurten kilpailijoiden kuten Inditexin ja Nextin tahdissa. Johdon kanssa käymissämme keskusteluissa käy ilmi, että he ovat erittäin tyytyväisiä tuloksiin, joita yritys on saanut markkinointipanostuksistaan. Ongelmamme on, että emme näe sen toteutuvan H&M:n tuloslaskelmassa – mikä merkitsee, että joko vaikutukset ovat huomattavasti toivomaamme pienemmät tai että valikoima muilta osin kehittyi hyvin heikosti. Molemmissa tapauksessa tämä on merkinnyt riskiä, että tulokehitys on keskipitkällä aikavälillä huonompi kuin mitä osakkeen merkittävä nousu vaatii.

Emme myöskään pidä tämänhetkistä arvostusta niin hyvänä, että rahaston olisi perusteltua omistaa H&M:ää. P/E-luku noin 18x on toki alhaisempi kuin kilpailijoilla, mutta samaan aikaan H&M:n kasvu ja kannattavuus ovat kilpailijoita huonommat. Arvostusmallimme mukaan H&M on nykyisellä kasvulla ja tuottomarginaaleilla tällä hetkellä arvostettu lähes täyteen arvoonsa.

Siksi päätimme kuun alussa myydä omistuksemme yhtiössä. Ei ole poissuljettua, että jossain vaiheessa sijoitamme jälleen H&M:ään – jos kasvu paranee tai marginaalit alkavat nousta kohti 10 % (tällä hetkellä vajaat 8 %) voi jälleen havaita parempaa kurssipotentialia. Mutta yrityksen johdolla on vielä paljon todistettavaa – jäämme seuraamaan kehitystä.

Hennes & Mauritz vs VINX Benchmark (SEK)



Lähde: Macrobond

H&M 12 month forward P/E



Lähde: Macrobond

Kirje osuudenomistajille

Salkku on tällä hetkellä suhteellisen defensiivinen.

Suhdannevakaiden yhtiöiden osuus on suurempi kuin vertailuindeksissämme ja suhdanneherkkien yhtiöiden osuus pienempi.

Tällä hetkellä noin 42 % salkun sijoituksista ovat syklisillä sektoreilla, mikä on noin 11

prosenttiyksikköä vähemmän kuin vertailuindeksissämme. Mielestämme riski on edelleen suuri, että markkinat aliarvioivat kauppasodan negatiiviset vaikutukset, erityisesti lyhyellä aikavälillä.

Painotuksemme pohjoismaisiin pankkeihin on edelleen korkea (noin 16 % rahastosta).

Pohjoismaiset pankit ovat kehittyneet vahvasti vuoden aikana, mutta mielestämme nousulle on vielä edellytyksiä. Ensinnäkin uskomme, että pankkien tulosodotukset vuosille 2025-2026 ovat todennäköisesti liian alhaiset (minkä myös vahvat neljännesvuosikatsaukset vahvistavat), ja toisaalta pidämme arvostuksia edelleen houkuttelevina. Koska myös osinkotuotot ovat korkeita on näkemyksemme sektorista edelleen positiivinen.

Monet suhdannevakaat yhtiöt ovat kehittyneet vahvasti sekä absoluuttisissa luvuissa että suhteellisesti alkuvuonna 2025. Useimmissa tapauksissa arvostukset ovat edelleen hyvin houkuttelevia, mutta on myös selkeää, että parhaiten menestyvien yhtiöiden, kuten Samon ja Keskon, tulokertoimet ovat nousseet.

Salkun tunnusluvut ovat edelleen selvästi markkinoiden keskiarvoa parempia. Oman pääoman tuotto-odotus on noin 20 % (lähes kaksi kertaa markkinoiden keskiarvoa enemmän), mutta samaan aikaan arvostus on alhaisempi ja osinkotuotto huomattavasti suurempi. Ominaisuuksia, joiden pitäisi johtaa rahaston hyvään tuottoon myös tulevina vuosina.

Kiitämme osoittamastanne luottamuksesta sijoittaessanne Pohjoismaat Osinko -rahastoon.

Lars Söderfjell

Hanna Lindbo

Vastaava salkunhoitaja

Salkunhoitaja

Company	Weight	Dividend		ROE
		P/E	yield	
Novo Nordisk	7.0%	15.5	3.2	67.4
Investor	6.7%	n/a	2.0	1.7
Nordea	5.8%	9.2	7.7	14.5
Volvo	5.5%	11.5	6.3	23.3
Sampo	5.1%	18.0	4.0	18.9
Essity	5.0%	13.3	3.3	14.9
Danske Bank	4.3%	9.3	7.6	12.3
Autoliv	4.0%	10.5	3.0	29.0
Skanska	4.0%	12.7	4.1	11.4
Swedbank	3.5%	9.5	7.8	13.2
Kesko	3.5%	17.2	4.7	17.0
Metso	3.5%	14.4	4.0	19.9
Kone	3.5%	25.2	3.5	36.9
Sandvik	3.4%	15.9	3.0	15.9
Astra Zeneca	3.3%	14.3	2.4	27.0
New Wave	3.3%	13.9	3.5	14.3
UPM	3.2%	12.1	6.4	9.3
Mowi	3.0%	11.6	4.4	16.3
Telenor	2.9%	16.9	6.3	17.2
Boliden	2.9%	10.7	3.1	11.0
Valmet	2.9%	12.5	4.9	14.7
ABB	2.9%	21.2	1.9	28.8
SKF	2.8%	12.1	4.0	11.9
SHB	2.6%	10.8	9.1	11.5
Storebrand	2.2%	12.6	4.3	12.7
Portfolio		13.8	4.4	20.2
VINX Benchmark		15.9	3.6	12.0

Lähde: Bloomberg, Ålandsbanken
Päivitetty 2025-05-12