

Norden Dividend – brev till andelsägarna

Volatilt var bara förnamnet.

Kära andelsägare,

Rörelserna på kapitalmarknaderna var våldsamma under april. Även om aktiemarknaderna – och fonden – återhämtade sig och bara stängde marginellt ned under månaden (och sedan start har skapat en positiv avkastning i den turbulenta omgivningen) är det med hjärtat i halsgropen som vi som förvaltare har gått till vårt arbete de senaste veckorna. April slutade med en nedgång på 0,2% för fonden, vilket var nästan 2% bättre än jämförelseindex.

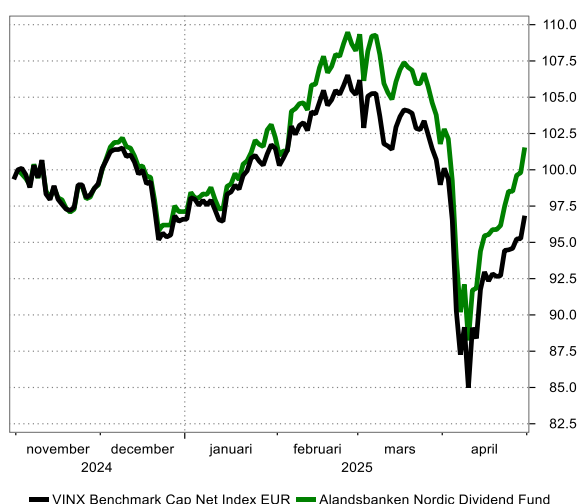
Kapitalmarknaderna har i stort sett helt och hållet styrts av nyheter kring handelskriget mellan USA och resten av världen. Efter den initiala nedgången – där börserna föll och räntorna i USA steg dramatiskt – ”pausades” införandet av tullar under 90 dagar för att möjliggöra förhandlingar mellan länderna.

Vi är inte speciellt imponerade av de resultat som hittills kommit fram i dessa förhandlingar. Precis efter månadsskiftet offentliggjorde Storbritannien och USA ett utkast till avtal där tullarna cementeras på 10%-nivån (med ett eller två mindre viktiga undantag). Läget efter förhandlingarna är alltså betydligt sämre än innan 2 april. Och det borde rimligen få negativa effekter på vinstestimaten.

Bolagsrapporterna hamnade i baksätet under månaden, men var i allt väsentligt i linje med våra och marknadens förväntningar – möjligen något bättre än väntat för de konjunkturkänsliga bolagen. Problemet är bara att de beskriver världen som den såg ut innan 2 april, och det är uppenbart att osäkerheten kring vad som händer framöver är extremt stor. Vi noterar att vinstprognoserna för 2025 och 2026 för de nordiska marknaderna har sänkts tämligen kraftigt under månaden – sedan slutet av första kvartalet med ca 5%.

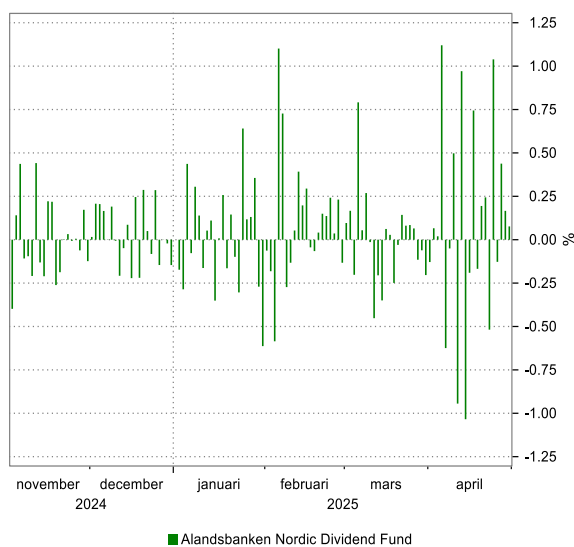
Kombinationen av sänkta vinstprognoser och en relativt stark aktiemarknad innebär förstås att värderingen av vinsterna stigit. För de nordiska marknaderna är det framåtblickande P/E-talet fortfarande något lägre än ”normalt”, men i andra marknader ser vi tydliga tendenser till att värderingarna stigit till nivåer som förutsätter stigande vinster i närtid. Vilket kan bli svårt att infria om inte handelskriget trappas ned inom kort.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Källa: Macrobond

Ålandsbanken Nordic Dividend Fund
Daily relative performance



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Volatiliteten i marknaderna är inte enbart av ondo. För oss skapade kursnedgångarna i mars och april en möjlighet att investera i ett nytt portföljbolag, den norska laxodlaren Mowi. Bolaget är den internationellt största aktören inom odlad lax och omsätter knappt 6 mdr EUR med god lönsamhet. Verksamheten är till stor del baserad i Norge där ca 75% av resultatet genereras, men Mowi har omfattande odlingar också i Chile, Kanada och Skottland. Detta gör att bolaget är mindre känsligt för olika typer av störningar i produktionen (exempelvis ogynnsamt väder eller sjukdomsutbrott) än många av konkurrenterna.

Den långsiktiga drivkraften för efterfrågan på odlad fisk (och lax i synnerhet) är ett ökande välstånd i världen som gör att efterfrågan på proteiner ökar. Lax är i detta sammanhang ett relativt "billigt" protein i jämförelse med exempelvis nötkött. Vi ser en god potential för tillväxt under de kommande åren, med en genomsnittlig ökning av intäkterna med 7-8% per år fram till och med 2027. Detta gör att vinstmarginalen kan stiga från nivåer kring knappt 15% för 2024 till 18-19%, vilket är i linje med bolagets historiska lönsamhet.

Balansräkningen är relativt stark med en skuldkvot (nettoskuld/EBITDA) på 1,8x vilket givet rörelsens starka kassaflöden och låga investeringsbehov ger utrymme för höga och stabila återföringar till aktieägarna. Vi räknar med att utdelningen kan stiga från fjolårets nivå på 0,57 EUR/aktie till närmare 1 EUR/aktie under 2027, vilket ger en direktavkastning på i genomsnitt drygt 5% per år under de kommande tre åren.

Värderingen är attraktiv: Mowi värderas till P/E 11x för de närmaste tolv månaderna, vilket är ca 8% lägre än det historiska genomsnittet. Vår värderingsmodell indikerar ett långsiktigt värde på ca 240 NOK/aktie, vilket är nästan 30% högre än dagens kursnivåer. Med en förväntad vinsttillväxt på mer än 15% per år fram till 2027 ser vi alltså både god kurspotential och en attraktiv direktavkastning i aktien.

Riskerna då? Framförallt är laxpriset av tradition volatilt (kring en stigande trend), vilket innebär att man måste ha en långsiktigt perspektiv på investeringen. Vi har också från tid till annan diskussioner kring beskattningen av sektorn i Norge. Med en relativt färsk lagstiftning på plats känns även denna risk hanterbar.

Mowi vs VINX Benchmark (NOK)



Källa: Macrobond

MOWI 12 month forward P/E



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

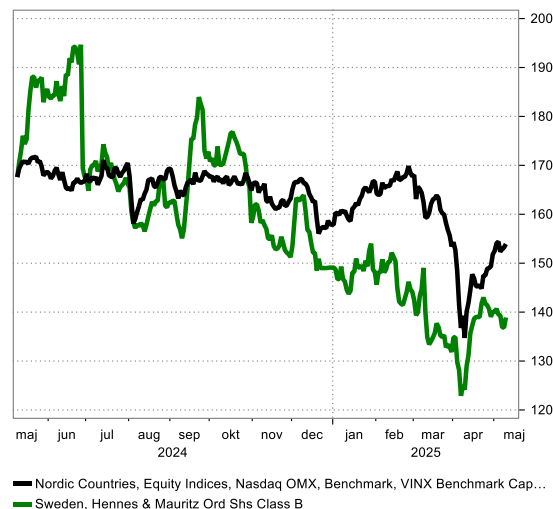
Vi finansierade investeringen i Mowi genom att sälja innehavet i Hennes & Mauritz. Sedan fonden startade i början av november 2024 har aktien utvecklats i linje med marknaden, men inte lyckats överprestera. Vår investeringstes när den ursprungliga investeringen gjordes var att en starkare konsumentefterfrågan i kombination med ökade satsningar på marknadsföring skulle resultera i en förbättrad intäktstillväxt, vilket tillsammans med H&M:s erkänt goda kostnadskontroll borde ha medfört en rejäl marginal- och resultatökning.

De senaste kvartalens utveckling har givit oss anledning att ifrågasätta investeringstesen. Trots rejäla investeringar i kunderbudandet har H&M inte lyckats växa i takt med marknaden eller större konkurrenter som Inditex och Next. I våra diskussioner med ledningen framkommer att man är mycket nöjd med de resultat som bolaget fått av sina marknadsinvesteringar. Vårt problem är att vi inte kan se det materialiseras i H&M:s resultaträkning – vilket antingen innebär att effekterna är betydligt mindre än vi hoppats på eller att andra delar av sortimentet utvecklas väldigt svagt. I båda fallen har det inneburit att risken för att resultatutvecklingen på medellång sikt kommer att bli sämre än vad som krävs för att lyfta aktien rejält.

Vi ser inte heller att värderingen i nuläget är tillräckligt attraktiv för att motivera ett innehav av H&M i fonden. P/E-talet på ca 18x är visserligen lägre än för konkurrenterna, men samtidigt har H&M i nuläget både lägre tillväxt och lönsamhet än dessa. Vår värderingsmodell indikerar just nu att H&M med nuvarande tillväxt och vinstmarginaler är tämligen fullvärderat.

Vi valde därför att sälja innehavet i bolaget i början av månaden. Det är långt ifrån uteslutet att vi kan komma tillbaka som investerare i H&M igen – skulle tillväxten förbättras eller marginalerna börja dra sig upp emot 10% (idag knappt 8%) går det att se en lite större kurspotential igen. Men det återstår en hel del för bolagets ledning att bevisa – vi fortsätter att löpande följa utvecklingen.

Hennes & Mauritz vs VINX Benchmark (SEK)



Källa: Macrobond

H&M 12 month forward P/E



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Portföljen är i nuläget relativt defensivt positionerad. Vi har en högre andel konjunkturstabila bolag än vad som ingår i vårt jämförelseindex och en lägre andel konjunkturkänsliga bolag.

Vi har i nuläget cirka 42% av portföljen investerad i cykliska sektorer, vilket är ca elva procentenheter lägre än i vårt jämförelseindex. Vi ser fortsatt en betydande risk för att marknaden underskattar de negativa effekterna av handelskriget, speciellt i det korta perspektivet.

Vi har en fortsatt hög exponering mot nordiska banker (cirka 16% av fonden). Nordiska banker har utvecklats starkt under årets gång, men vi ser fortsatt utrymme för uppgång. Dels bedömer vi att vinstförväntningarna för bankerna under 2025-2026 sannolikt är för lågt ställda (vilket också bekräftades av starka kvartalsrapporter), dels ser vi värderingarna som fortsatt attraktiva. Tillsammans med höga direktavkastningar är vi fortsatt positiva till sektorn.

Vi noterar att många konjunkturstabila bolag har utvecklats starkt både i absoluta och relativa tal under inledningen av 2025. I de flesta fall är värderingarna fortsatt mycket attraktiva, men det är också tydligt att vinstmultiplarna har stigit för de bäst presterande bolagen som t.ex. Sampo och Kesko.

Nyckeltalen för portföljen är alltså klart bättre än för marknadsens genomsnitt. Vi har en förväntad avkastning på eget kapital på ca 20% (nästan dubbelt så högt som marknadsens genomsnitt), men samtidigt en lägre värdering och en klart högre direktavkastning. Egenskaper som bör resultera i en god avkastning även för fonden de kommande åren.

Vi tackar för det förtroende ni visat oss genom att investera i Norden Dividend.

Lars Söderfjell
Ansvarig förvaltare

Hanna Lindbo
Medförvaltare

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

Källa: Bloomberg, Ålandsbanken
Uppdaterad 2025-05-12