

Norden Dividend – brev till andelsägarna

Rapporter, rapporter, rapporter

Kära andelsägare,

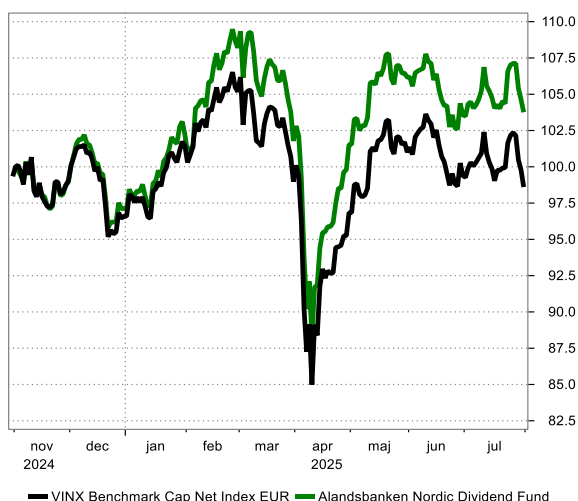
Juli är för många en semestermånad. För oss som förvaltar nordiska aktiefonder är det tvärtom en av de mest intensiva månaderna på hela året. Anledningen är förstås att en stor majoritet av de nordiska börsbolagen lämnar sina delårsbokslut under juli – framförallt de två sista veckorna av månaden. Vi konstaterade att mer än 120 av de 180 bolag som ingår i fondens benchmark presenterade sina resultat mellan 15 juli och 25 juli. Det säger sig själv att man inte hinner ägna alla rapporter så mycket uppmärksamhet som de egentligen skulle förtjäna. Prioriteringen är a) portföljbolagen och b) bolag med stora avvikelser från marknadens förväntningar. Övriga får vi gå igenom i mån av tid.

Eftersom vi har en hög andel mogna och relativt väl analyserade bolag i fonden får vi sällan några riktigt stora överraskningar under rapportperioderna. Så var inte heller fallet den här gången- merparten av fondens innehav rapporterade resultat som var i närheten av våra och marknadens förväntningar. När 23 av fondens 25 innehav har rapporterat sina kvartalsbokslut är den samlade avvikelser från förväntansbilden mindre än 1% för rörelseresultaten. Vi får väl säga att analytikerna har gjort ett hyggligt jobb med att förutse hur företagen har navigerat i en osäker omvärld.

Därmed inte sagt att kursrörelserna varit odramatiska i samband med rapporterna. Det är påfallande ofta som aktiekursen rör sig 3-4 gånger mer än vad vinstprognoserna förändras. Det är påfallande ofta som vi har sett en kursrörelse på 5-6% efter en rapport som i stort sett varit som väntat för att dagen efter få en rörelse av nästan samma storlek åt andra hållet. Det finns flera förklaringar till detta, men vi är generellt försiktiga med att agera på rapportdagarna. Vi vill hellre se var kursen stabiliserats innan vi agerar.

Ibland kan man tappa någon procents avkastning med den strategin, men med en investeringshorisont på 3-5 år kommer inte det att ha någon betydelse på lite längre sikt. Och hittills har fondens strategi fungerat bra – sedan starten i november i fjol har vi presterat en överavkastning på ca 5% mot vårt jämförelseindex. Efter avgifter, är det säkrast att tillägga. Juli blev en bra månad relativt marknaden, men den hade kunnat bli ännu bättre.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Källa: Macrobond

Ålandsbanken Nordic Dividend Fund Cumulative Relative Performance



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Novo Nordisk – den danska läkemedelsjätten som under de senaste åren både stigit och sjunkit kraftigt – stod åter i händelsernas centrum i slutet av juli. Bolaget meddelade preliminära resultat för andra kvartalet (som i stort sett motsvarande marknadens förväntningar) men gav också utsikter för andra halvåret som var väsentligt sämre än de mest pessimistiska analytikerna hade räknat med. Resultatet blev en veritabel kollaps i aktiekursen (-28,5%) vilket gjorde att hela den nordiska aktiemarknaden gav en negativ avkastning i juli. Exklusive Novo Nordisk hade marknaderna stigit med 1,5% i juli – nu blev det istället en nedgång på 0,8%.

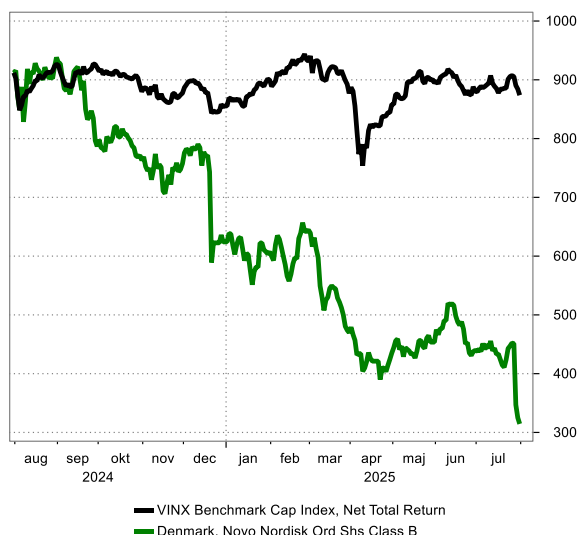
Fondens absoluta avkastning påverkades i ungefär samma storleksordning. Som vi berättat om i tidigare månadsbrev började vi under våren öka vår exponering mot Novo Nordisk då vi bedömde att förväntningarna sjunkit tillräckligt och att det fanns förutsättningar för en bättre tillväxt under andra halvåret. Vilket också var bolagets egen bedömning – utsikterna i samband med 1Q25-rapporten innebar en försäljningstillväxt på 13-21% och ett 16-24% högre rörelseresultat jämfört med 2024. Den prognosen reflekterades till stora delar i marknadens förväntansbild.

De nya utsikterna för 2025 innebär att intäkterna väntas växa med 8-14% och att rörelseresultatet ska öka med 10-16% för helåret. Respektabla siffror, kan man tycka. Men i och med att intäkterna under första halvåret växte med 18% och rörelseresultatet med hela 29% innebär den nya prognosen i praktiken en rejäl inbromsning under hösten och vintern.

Novo nämner flera orsaker till den sänkta prognosen, där den viktigaste är att så kallade ”compounders” – enkelt uttryckt piratkopierare av läkemedel som tillåts under vissa marknadsförhållanden – har fortsatt sin verksamhet i USA trots att det kryphål i lagstiftningen som möjliggjort den har stängts. Men vi noterar också att Novo inte riktigt varit så aktiva som de borde ha varit i marknadsföringen av sina produkter mot läkare och konsumenter.

Efter kursnedgången framstår Novo som lågt värderad – i skrivande stund är P/E-talet för 2026 drygt 11x och direktavkastningen uppgår till lite mer än 4%. Men innan vi ser en förbättrad tillväxt i USA tror vi att det blir svårt att få aktien att lyfta rejält. Vi minskade innehavet till en neutral position i juli och följer utvecklingen noga härifrån.

Novo Nordisk vs VINX Benchmark (DKK)



Källa: Macrobond

Novo Nordisk 12 month forward P/E



Källa: Macrobond, Bloomberg

Brev till andelsägarna

Vi har under juli gradvis byggt upp en position i

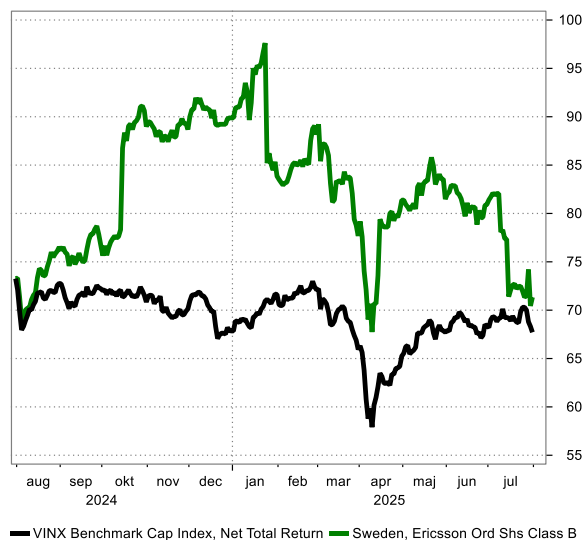
Ericsson i fonden. Ericsson är – som bekant – världens ledande leverantör av infrastruktur för mobila telenät, med en marknadsandel på mer än 40%. Nätverksdivisionen är lönsam och har stabila utsikter. Tillväxten är visserligen inte imponerande (2-3 % per år, enligt de flesta branschbedömare) men det innebär också att bolaget genererar ett starkt kassaflöde (vi räknar med ett fritt kassaflöde på ca 20 miljarder SEK per år under de närmaste åren). Bolaget har en stark balansräkning med en nettokassa på 36 miljarder kronor vid utgången av 2Q25 (vilket motsvarar ungefär 15% av marknadsvärdet i bolaget).

Värderingen är inte speciellt krävande. P/E-talet för 2026 är drygt 11x, men justerat för den starka balansräkningen värderas Ericsson till ungefär 7x rörelseresultatet, vilket vi tycker är en alldeles för låg prislapp på ett världsledande och lönsamt företag. Ericsson delar normalt ut ca 50% av vinsten per aktie vilket för 2025 bör innebära ca 3 SEK/aktie och en därmed en direktavkastning på drygt 4%. Men det borde gå att göra ännu mer!

Vi ser egentligen ingen anledning till att Ericsson ska ha en nettokassa av den storlek bolaget har idag (och som allt annat lika kommer att växa ännu mer fram till årsskiftet). Men även om man anser att en nettokassa på 50 miljarder SEK skulle vara nödvändig borde bolaget rimligen kunna dela ut hela det fria kassaflödet till ägarna under de närmaste åren. Det skulle, baserat på konsensusprognoserna, ge en direktavkastning på närmare 8%. Alternativt skulle bolaget kunna behålla en utdelning kring dagens nivåer och återköpa aktier för resterande del av det fria kassaflödet.

Frågan är förstås om Ericssons styrelse kommer att ändra sin syn på bolagets kapitalallokering i närtid? Vi vet inte, men kommer förstås att föra en dialog med bolaget där vi påpekar det orimliga i att – med nuvarande prognoser - bygga upp en nettokassa som vid utgången av 2027 kommer att närma sig 80 miljarder SEK (mer än en tredjedel av marknadsvärdet). Medan vi väntar på att styrelsens ska bestämma sig har vi en lågt värderad aktie med stabil lönsamhet och kassaflöde. Risken är uppenbart att bolaget väljer att göra ett värdeförstörande förvärfv av samma typ som Vonage. Förhoppningsvis har både företagsledning och styrelse den affären i färskt (och smärtsamt) minne.

Ericsson vs VINX Benchmark (SEK)



Källa: Macrobond

Ericsson 12 month forward P/E



Källa: Macrobond, Bloomberg

Brev till andelsägarna

Marknadsläget inför hösten är – som vanligt – svårbedömt. Vi tycker oss se allt fler tecken på att Trumps handelskrig börjar få genomslag på både hushåll och företag i USA i form av minskad köpkraft och lägre efterfrågan. Frågan är om stimulanser i form av skattesänkningar och – eventuellt – räntesänkningar kommer att bli tillräckligt stora för att USA ska kunna undvika en kraftigare lågkonjunktur?

Samtidigt ser vi allt fler positiva tecken i Europa, vilket också märks i våra kontakter med bolagen. Optimismen inför 2026 är påtaglig, och om analytikerna än en gång har rätt i sina vinstprognoser har vi en relativt god vinststillväxt att se fram emot under de kommande tolv månaderna. Gissningsvis kommer de närmaste 2-3 månaderna att vara en fortsatt dragkamp mellan kortsiktig oro och långsiktiga förhoppningar, vilket i våra ögon betyder en volatil marknad.

Vår positionering i fonden innebär att vi har en klart lägre exponering mot konjunktur känsliga bolag än vårt jämförelseindex. Förutom risker kring efterfrågan är det tydligt att den svagare dollarn kommer att påverka många av bolagen i sektorn negativt under de närmaste kvartalen. Vi har dock svårt att hitta bra alternativ i de mer konjunkturstabla sektorerna – läkemedelsbolagen är under politisk press, teleoperatörerna i de flesta fall högt värderade relativt tillväxt och lönsamhet, och dagligvarubolagen har i många fall begränsad kurspotential. Återstår bank och finans, där vi också har en hög exponering. Nordiska banker har låg direkt känslighet för tullar och valutor, värderingarna är låga och direktavkastningen 7-8%. Sämre tillgångar kan man ha i osäkra tider!

Nyckeltalen för portföljen är alltså klart bättre än för marknadens genomsnitt. Vi har en förväntad avkastning på eget kapital på ca 20% men samtidigt en lägre värdering och en klart högre direktavkastning. Egenskaper som bör resultera i en god total 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		
		P/E	yield	ROE
Volvo	6.8%	12.2	5.9	23.0
Investor	6.7%	n/a	2.1	3.9
Nordea	6.6%	9.2	7.6	14.5
Novo Nordisk	5.6%	11.6	4.4	61.9
Swedbank	4.6%	9.8	7.9	13.4
Sampo	4.3%	17.6	4.1	18.7
Danske Bank	4.3%	9.5	7.6	12.2
Autoliv	4.3%	10.9	2.9	29.8
Sandvik	4.2%	17.6	2.7	16.1
Astra Zeneca	3.9%	15.0	2.2	27.2
ABB	3.9%	23.8	1.7	29.1
Kone	3.8%	24.6	3.6	36.9
Mowi	3.6%	11.9	4.4	14.9
SKF	3.4%	13.1	3.6	12.0
Valmet	3.3%	13.6	4.4	15.6
Kesko	3.2%	16.0	5.1	16.7
Essity	3.1%	12.1	3.8	14.7
Skanska	3.1%	13.0	4.2	11.1
Equinor	2.9%	8.5	6.1	17.8
Ericsson	2.8%	11.6	4.3	19.1
UPM	2.8%	13.0	6.7	8.3
Boliden	2.6%	11.0	3.0	10.5
Metso	2.6%	16.0	3.6	19.8
Storebrand	2.5%	13.5	3.8	13.3
Telenor	2.3%	17.2	6.1	19.0
Portfolio		13.7	4.4	19.9
VINX Benchmark		16.1	3.5	12.2

Källa: Bloomberg, Ålandsbanken
Uppdaterad 2025-07-03