

# Pohjoismaat Osinko – kirje osuudenomistajille

## Tulosjulkistuksia ja osavuositarkastuksia

Hyvät osuudenomistajat,

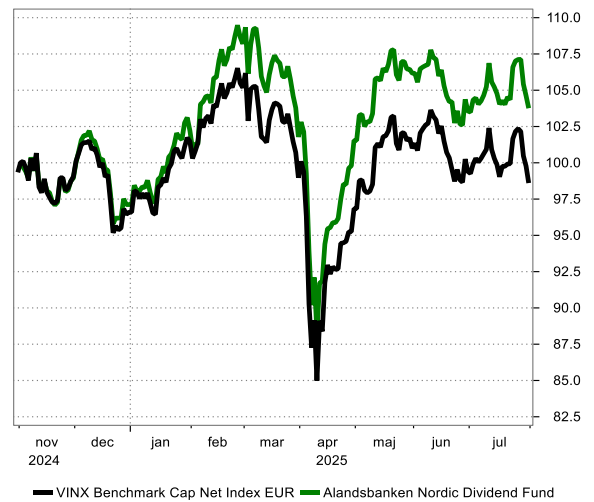
**Heinäkuun on monelle lomakuukausi.** Meille pohjoismaisia osakerahastoja hallinnoiville se on päinvastoin yksi koko vuoden kiireisimmistä kuukausista. Syynä tietenkin se, että suuri osa pohjoismaisista pörssiyrityksistä julkistaa osavuositarkastuksensa heinäkuussa – etenkin kuukauden kahden viimeisen viikon aikana. Laskimme, että yli 120 rahaston vertailuindeksiin kuuluvista 180 yrityksestä julkisti tuloksensa 15. heinäkuuta ja 25. heinäkuuta välisenä aikana. On sanomattakin selvää, että kaikki tulosjulkistukset eivät ehdi saada ansaitsemaansa huomiota. Marssijärjestys on a) salkkuyhtiöt ja b) yritykset, joilla on suuria poikkeamia markkinoiden odotuksista. Muihin tutustumme ajan niin salliessa.

**Koska rahastossa on suuri osuus kypsiä ja suhteellisen hyvin analysoituja yrityksiä** kohtaamme harvoin hyvin suuria yllätyksiä tuloskausien aikana. Emme myöskään tällä kertaa – valtaosa rahaston omistuksista saavutti tuloksen, joka oli lähellä meidän ja markkinoiden odotuksia. Kun rahaston 25 omistuksesta 23 on julkistanut neljännesvuositarkastuksensa, on liikevoittojen kokonaispoikkeama odotuksista alle 1 %. On sanottava, että analyytikot ovat tehneet hyvää työtä ennustaessaan, miten yritykset navigoivat epävarmassa tilanteessa.

**Tämä ei tarkoita sitä, etteikö osakekurssien liikkeissä olisi ollut dramatiikkaa tulosjulkistusten yhteydessä.** Osakekurssi liikkuu merkittävän usein 3-4 kertaa enemmän kuin tuottoennusteiden muutokset. Huomattavan usein osakekurssi on muuttunut 5-6 % kun yhtiö julkistanut suurelta osin odotusten mukaisen tuloksen, liikkeeseen seuraavana päivänä lähes saman verran toiseen suuntaan. Tälle on useita selityksiä, mutta yleisesti ottaen olemme varoivaisia liikkeissämme tulosjulkistusten päivinä. Ennen kuin toimimme haluamme nähdä mille tasolle kurssit vakiintuvat.

Strategia saattaa joskus johtaa tuoton menetykseen muutaman prosentin verran, mutta kun sijoitushorisontti on 3-5 vuotta sillä ei hieman pidemmällä aikavälillä ole mitään merkitystä. Ja toistaiseksi rahaston strategia on toiminut hyvin – alun jälkeen viime vuoden marraskuussa olemme saavuttaneet noin 5 % ylituottoa vertailuindeksiimme nähden. Kulujen jälkeen, on kuitenkin hyvä mainita. Heinäkuu oli hyvä kuukausi suhteessa markkinoihin, mutta se olisi voinut olla vielä parempi.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Lähde: Macrobond

Ålandsbanken Nordic Dividend Fund Cumulative Relative Performance



Lähde: Macrobond

# Kirje osuudenomistajille

**Novo Nordisk – tanskalainen lääkealan jättiläinen,** joka vuosien aikana on sekä noussut että laskenut voimakkaasti, oli heinäkuussa jälleen tapahtumien keskipisteenä. Yhtiö julkisti toisen vuosineljänneksen alustavat tulokset (jotka suurilta osin vastasivat markkinoiden odotuksia) mutta kertoi myös vuoden toisen puoliskon näkymistä, jotka ovat huomattavasti huonommat kuin pessimistisimmät analyytikot olivat odottaneet. Tuloksena oli todellinen osakekurssin romahdus (-28,5 %), jonka seurauksena koko pohjoismaisen osakemarkkinan tuotto heinäkuussa oli negatiivinen. Ilman Novo Nordiskia markkinat olisivat nousseet 1,5 % heinäkuussa – nyt ne laskivat 0,8 %.

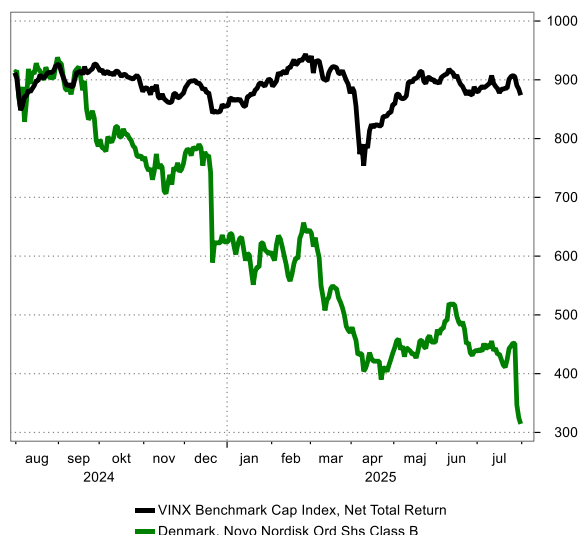
**Vaikutus rahaston absoluuttiseen tuottoon oli suunnilleen samaa suuruusluokkaa.** Kuten olemme kertoneet aiemmissa uutiskirjeissä, aloimme kevään aikana kasvattaa Novo Nordiskin painotusta koska arviomme odotusten laskeneen tarpeeksi ja yhtiöillä olevan edellytykset vahvempaan kasvuun toisella vuosipuoliskolla. Tämä oli myös yhtiön oma arvio – vuoden ensimmäisen neljänneksen tulosraportin yhteydessä julkistetut näkymät kertoivat 13-21 %:n myynnin kasvusta ja 16-24 % paremmasta liikevoitosta vuoteen 2024 verrattuna. Tämä ennuste näkyi suurelta osin markkinoiden odotuksissa.

**Uudistetut näkymät vuodelle 2025 odottavat tuoton kasvavan 8-14% ja koko vuoden liikevoiton kasvavan 10-16%.** Kunnioitettavia lukuja, myönnettäköön. Mutta koska tuotto kasvoi ensimmäisellä vuosipuoliskolla 18 % ja liikevoitto jopa 29 %, merkitsee uusi ennuste merkittävää pudotusta syksyn ja talven aikana.

**Novo mainitsee useita syitä ennusteen alentamiseen,** tärkein niistä on, että niin sanotut ”compounders” – lääkkeiden piraattikopioiden valmistajat, mikä on ollut sallittua tietyissä markkinaolosuhteissa – ovat jatkaneet toimintaansa Yhdysvalloissa huolimatta siitä, että sen mahdollistaneen lainsäädännön porsaanreikä on tukittu. Huomiomme kuitenkin myös, että Novo ei ole ollut aivan niin aktiivinen kuin sen olisi pitänyt olla tuotteidensa markkinoinnissa lääkäreille ja kuluttajille.

**Osakekurssin laskun jälkeen Novon arvostus on alhainen** – tätä kirjoittaessa P/E-luku vuodelle 2026 on runsaat 11x ja osinkotuotto on hieman yli 4 %. Uskomme, että osakkeen saaminen kunnon nousuun on vaikeaa ennen kuin kasvu paranee Yhdysvalloissa. Vähensimme omistuksemme neutraaliksi heinäkuussa ja seuraamme kehitystä tarkasti.

Novo Nordisk vs VINX Benchmark (DKK)



Lähde: Macrobond

Novo Nordisk 12 month forward P/E



Lähde: Macrobond, Bloomberg

# Kirje osuudenomistajille

## Heinäkuussa olemme vähitellen hankkineet

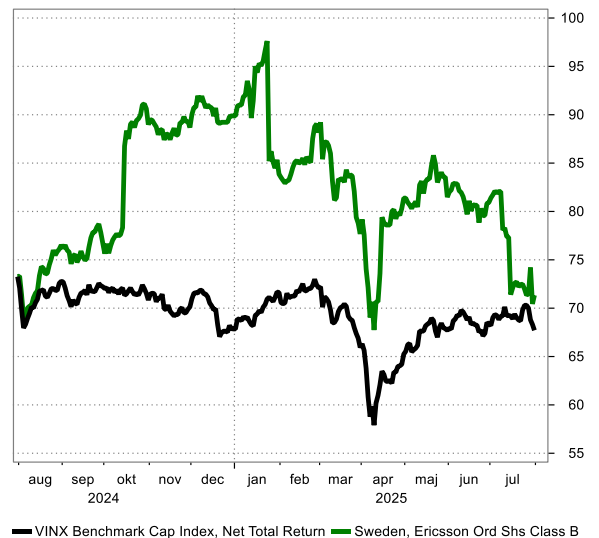
**Ericssonia rahastoon.** Ericsson on – kuten tunnettua – maailman johtava mobiiliverkkojen infrastruktuurin toimittaja, yli 40 %:n markkinaosuudella. Verkkoliiketoiminta on kannattava ja sen näkymät ovat vakaat. Kasvu ei tosin ole vaikuttava (2-3 % vuodessa useimpien alan analyytikoiden mukaan) mutta se tarkoittaa myös sitä, että yrityksen kassavirta on vahva (odotamme vapaan kassavirran olevan lähivuosina noin 20 miljardia Ruotsin kruunua vuodessa). Yhtiön tase on vahva, nettokassa oli 36 miljardia kruunua kuluvaan vuoden toisen neljänneksen lopussa (mikä vastaa noin 15 % yhtiön markkina-arvosta).

**Arvostus ei ole erityisen haastava.** P/E-luku vuodelle 2026 on runsaat 11x, mutta vahvalla taseella oikaistuna Ericsson arvostus on noin 7x liikevoitto, mikä mielestämme on aivan liian vähän yhtiölle, joka on kannattava ja kuuluu alallaan maailman johtaviin. Ericsson jakaa yleensä noin 50 % osakekohtaisesta tuloksesta, mikä vuonna 2025 tarkoittanee noin 3 Ruotsin kruunua osakkeelta ja hieman yli 4 %:n osinkotuottoa. Mutta yhtiön pitäisi pystyä parempaan!

**Emme näe mitään syytä sille, miksi Ericssonilla pitäisi olla nykyisen suuruinen nettokassa** (ja joka, muiden seikkojen ollessa ennallaan, tulee kasvamaan entisestään loppuvuoteen mennessä). Mutta vaikka pitäisikin 50 miljardin kruunun nettokassaa tarpeellisena, yhtiön pitäisi pystyä jakamaan vapaa kassavirta kokonaisuudessaan omistajille lähivuosina. Konsensusennusteiden perusteella tämä antaisi lähes 8 %:n osinkotuoton. Vaihtoehtoisesti yhtiö voisi pitää osingon nykyisellä tasolla ja käyttää vapaan kassavirran loppuosan osakkeiden takaisinostoon.

**Kysymys kuuluu, aikooko Ericssonin hallitus lähiaikoina muuttaa näkemystensä yhtiön pääoman allokaatiosta?** Me emme tiedä, mutta tulemme tietysti käymään vuoropuhelua yhtiön kanssa ja huomauttamaan, että on järjetöntä - nykyisten ennusteiden perusteella - kasvattaa nettokassaa, joka vuoden 2027 loppuun mennessä lähestyy 80 miljardia kruunua (yli kolmannes markkina-arvosta). Odottaessamme hallituksen päätöstä meillä on osake, jonka arvostus on alhainen, jolla on vakaa kannattavuus ja kassavirta. On olemassa ilmeinen riski, että yhtiö päättää tehdä samantyyppisen arvoa tuhoavan yritysoston kuin Vonage. Toivottavasti sekä yhtiön johdolla että hallituksella on kyseinen kauppa tuoreessa (ja tuskallisessa) muistissa.

Ericsson vs VINX Benchmark (SEK)



Lähde: Macrobond

Ericsson 12 month forward P/E



Lähde: Macrobond, Bloomberg

# Kirje osuudenomistajille

**Syksyn markkinatilannetta on – kuten tavallista – vaikea arvioida.** On ollut havaittavissa, että Trumpin kauppasota alkaa vaikuttaa sekä yhdysvaltalaisiin kotitalouksiin että yrityksiin laskemalla ostovoimaa ja kysyntää. Kysymys kuuluu, ovatko veronalennusten ja mahdollisesti koronleikkausten muodossa toteutettavat elvytystoimet riittävän suuria, jotta Yhdysvallat välttää vakavamman taantumun?

**Samaan aikaan havaitsemme Euroopassa yhä enemmän myönteisiä merkkejä, minkä olemme myös huomanneet yhteydenpidossamme yrityksiin.** Optimismi vuodelle 2026 on käsinkosketeltava, ja jos analyttikot jälleen kerran osuvat oikeaan tuottoennusteissaan, on meillä odotettavissa suhteellisen hyvää tuloskasvua seuraavan kahdentoista kuukauden aikana. Seuraavat 2-3 kuukautta ovat todennäköisesti jatkuvaa köydenvetoa lyhyen aikavälin huolien ja pitkän aikavälin toiveiden välillä, mikä meidän silmissämme tarkoittaa epävakaita markkinoita.

**Rahaston painotus suhdanneherkkiin yhtiöihin on selkeästi pienempi kuin vertailuindeksin.** Kysyntäriskien lisäksi on ilmeistä, että dollarin heikkeneminen tulee vaikuttamaan negatiivisesti moniin sektorin yrityksiin lähineljänneksinä. Hyvien vaihtoehtojen löytäminen suhdannevakaammilta sektoreilta on kuitenkin haastavaa – lääkeyhtiöt ovat poliittisen paineen alla, teleoperaattoreiden arvostukset ovat useimmissa tapauksissa korkeat suhteessa kasvuun ja kannattavuuteen ja monen päivittäistavarayhtiön osakekurssin potentiaali on rajallinen. Jäljelle jää pankki- ja rahoitussektori, johon meillä onkin korkea painotus. Pohjoismaiset pankit eivät ole kovin alttiita tullien ja valuuttojen suoralle vaikutukselle, niiden arvostukset ovat alhaiset ja osinkotuotto on 7-8 %. Epävarmoina aikoina omistukset voivat olla huonompiakin!

**Salkun tunnusluvut ovat edelleen selvästi markkinoiden keskiarvoa parempia.** Oman pääoman tuotto-odotus on noin 20 % mutta samaan aikaan arvostus on alhaisempi ja osinkotuotto huomattavasti suurempi. Ominaisuuksia, joiden pitäisi antaa hyvää kokonaistuottoa rahastolle myös tulevinä vuosina.

Kiitämme osoittamastanne luottamuksesta sijoittaessanne Pohjoismaat Osinko -rahastoon.

| Company        | Weight | Dividend |       | ROE  |
|----------------|--------|----------|-------|------|
|                |        | P/E      | yield |      |
| 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 |

Lähde: Bloomberg, Ålandsbanken  
Päivitetty 2025-07-03

Lars Söderfjell

Hanna Lindbo

Vastaava salkunhoitaja

Salkunhoitaja