

Norden Dividend – brev till andelsägarna

Vi som hade det så trevligt...

Kära andelsägare,

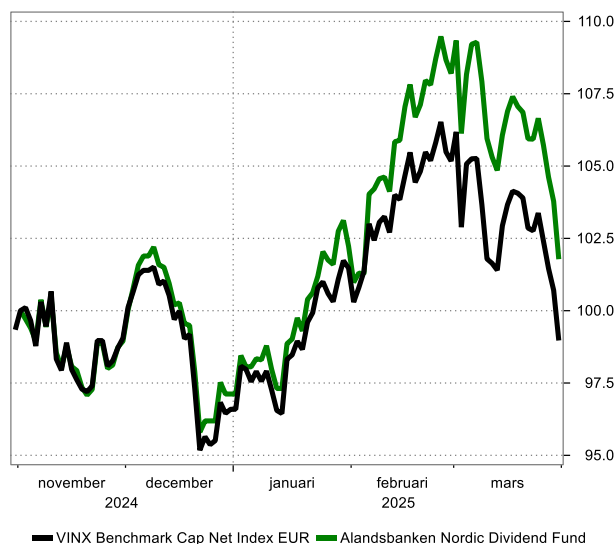
Aktiemarknaderna gick, precis som vi sett många gånger förut, från tydlig optimism till djupaste pessimism under loppet av mars. Fondens värde föll med 5,9% under månaden, mätt i EUR. Detta var i linje med vårt jämförelseindex. Sedan fonden startade har vi överträffat marknaden med relativt god marginal, men det är förstås en klen tröst när värdet minskar i absoluta tal.

Den underliggande drivkraften för nedgången under månaden var förstås risken för ökade handelshinder i USA, något som också materialiserades i början av april. Det är förstås frustrerande att avkastningen påverkas negativt av vad som närmast är att beskriva som ett självskadebeteende från Donald Trump och hans anhang i Vita Huset, men våra möjligheter att påverka handelspolitiken är tyvärr begränsade. Vi får spela bollen som den ligger och anpassa portföljen efter marknadsförutsättningarna.

De tullar som introducerades i början av april kommer, om de implementeras fullt ut, att leda till lägre tillväxt i världsekonomin men sannolikt också höja riskerna för att inflationen biter sig fast på höga nivåer. Tullarna innebär ju i praktiken en skatthöjning på ca 650 miljarder dollar för amerikanska hushåll och företag, och det verkar inte sannolikt att någon av kategorierna skulle avstå från att kräva kompensation för detta i form av löne- eller prishöjningar de närmaste åren.

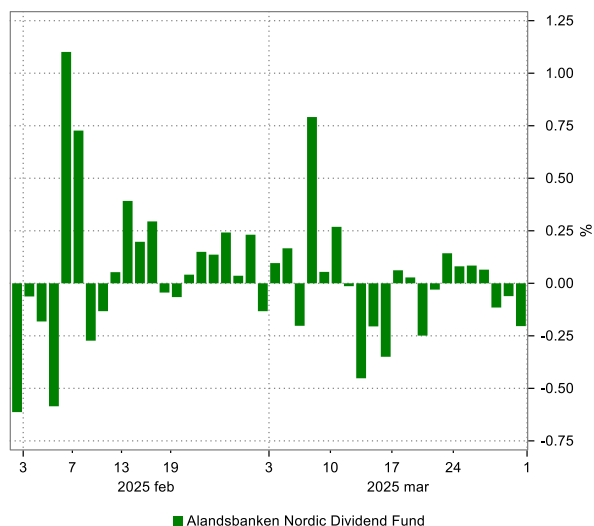
Tullarna introducerades dessutom i ett läge då många ekonomier verkade vara på väg att ta fart efter ett trögt 2024. Vi har sett positiva datapunkter från Europa både vad gäller konsumenter och företag, och får också allt fler signaler om att aktiviteten i den kinesiska ekonomin var på väg att ta fart efter de stimulanser som introducerades under hösten. Gissningsvis kommer bolagens kvartalsrapporter för 1Q25 att bli ganska hyggliga (möjligen med undantag för orderingången i Nordamerika), men mot bakgrund av utvecklingen i början av april kan de komma att gå till historien som de mest irrelevanta delårsrapporterna någonsin.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Källa: Macrobond

Ålandsbanken Nordic Dividend Fund Daily relative performance



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

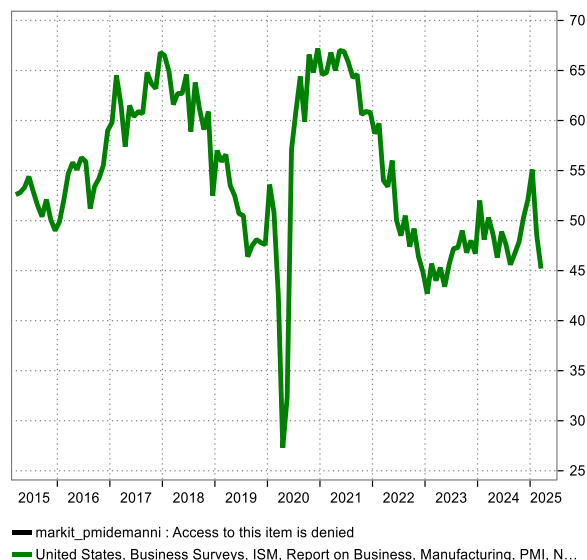
Redan i mitten av mars fick vi de första signalerna om att hoten om tullar började påverka orderingången för verkstadsindustrin i Norden. Det bolagen indikerade var att beslutsprocesserna för nya investeringar tog längre tid än normalt, och att kunderna avvaktade besked från administrationen om eventuella handelshinder. Vilket är ett fullt naturligt beteende – om världen är osäker blir även styrelser mindre benägna att fatta offensiva beslut.

När vi besökte finska verkstadsbolag i mitten av mars fick vi intrycket att en lägre aktivitet i Nordamerika till stor del uppvägdes av högre aktivitet på annat håll, exempelvis i Europa och Kina. Wärtsilä såg hög efterfrågan både inom Marine och Energy (men en viss avvaktan hos kunderna inom Energy Storage), Metso vittnade om hög aktivitetsnivå hos gruvkunderna med stöd från höga metallpriser (som därefter har fallit tillbaka rejält) och Kone såg fortsatt styrka inom modernisering och service i Kina. Det känns lite som en fest som går överstyr på grund av för mycket alkohol: ”och vi som hade det så trevligt”...

Frågan nu är framförallt hur mycket vinstprognoserna för 2025 och 2026 kommer att sänkas till följd av handelskriget? Tidiga beräkningar – som inte inkluderar alla motåtgärder som har eller sannolikt kommer att aviseras från USA:s handelspartners – pekar på att USA:s tillväxt kan komma att påverkas negativt med upp till två procentenheter under det närmaste året, vilket i sin tur skulle betyda att den globala tillväxten kan halveras (från ca 3,0% till ca 1,5%). Översätter vi det till företagsvinster skulle den typen av tillväxt typiskt sett innebära att företagsvinsterna minskar med 5-10% på aggregerad nivå. Detta kan jämföras med nuvarande konsensusestimater på 6-7% tillväxt.

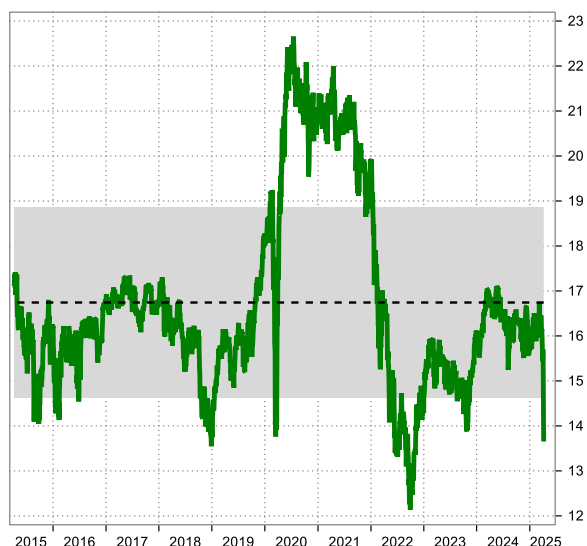
Värderingen av de nordiska marknaderna har fallit rejält under de senaste veckorna. I skrivande stund (7 april) är det framåtblickande P/E-talet 13,7x, vilket är ca 18% lägre än genomsnittet för de senaste tio åren. Detta borde alltså indikera att nedrevideringar i den storleksordningen diskonteras i marknaden. Men det är samtidigt svårt att vara precis i att räkna på vinsteffekter i detta läge. Vi konstaterar att en rejäl konjunkturnedgång verkar ligga i kurserna och får fokusera på att positionera fonden för att undvika de största effekterna av handelskriget.

New order surveys



Källa: Macrobond

VINX Benchmark 12m forward P/E



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Under månaden har vi besökt svenska bolag i Indien.

Bland annat träffade vi Volvo, Autoliv, Epiroc och Trelleborg.

Vårt sammantagna intryck är att Indien kommer att spela en allt större roll i svenska verkstadsbolags verksamhet framöver. Andelen intäkter från den indiska verksamheten för svenska industribolag är i snitt cirka 5% idag. Samtidigt växer intäkterna i hög takt, där samtliga bolag vi träffade väntar sig en dubbelsiffrig tillväxt under de närmsta åren.

Det regulatoriska landskapet i Indien har förbättrats under de senaste åren, och det framgår under ett flertal av våra möten att det idag är lättare för utländska bolag att bedriva verksamhet i landet. Sannolikt kommer denna trend att fortsätta, vilket bör driva en högre andel investeringar i landet framöver.

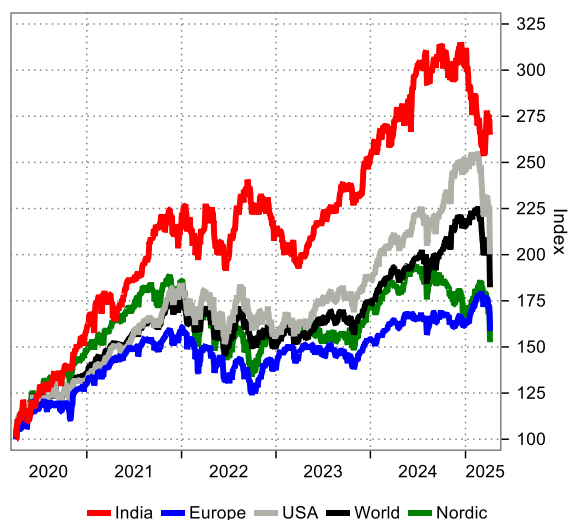
Infrastrukturen i Indien har förbättrats under de senaste åren, men det finns fortsatt stort utrymme för förbättring. Ett större fokus läggs på tillverkande industri i landet (istället för service) och detta bör bidra till ökade investeringar inom infrastruktur. Det bör i sin tur gynna verkstadsbolag så som Volvo och Epiroc.

Priserna är lägre i Indien, men det är också kostnaderna. Det bör locka tillverkande bolag till landet, och vi bedömer att många bolag kan komma att flytta viss del av produktion från Kina till Indien. En annan trend vi upplevde var att utländska bolag till högre grad väljer att lägga stora forsknings- och utvecklingscentrum i landet för att bidra till bolags innovation globalt.

Sammantaget bedömer vi att Indien står framför en stark tillväxt under närmsta åren, och att landets framfart är därmed viktig att hålla under uppsyn.

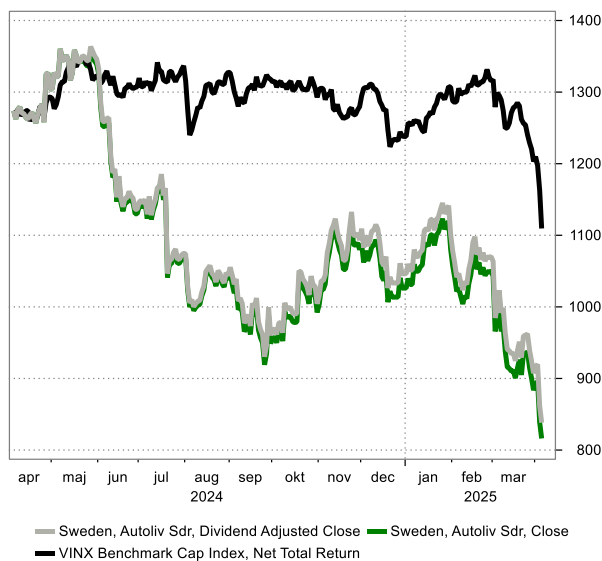
Av de verkstadsbolag vi träffade under resan ser vi störst tillväxtpotential i Autoliv på kort och medellång sikt. Under 2023 annonserades att det skulle bli krav på sex airbags i nyproducerade bilar från Indien. Trots att lagförslaget ännu inte har implementerats, har majoriteten av biltillverkarna i landet anpassat sig efter förslaget. Vid 100% penetration av sex airbags uppskattar Autoliv att värdet av säkerhetsinnehåll per bil skulle uppgå till upp emot 250 USD (jämfört med cirka 120 USD idag), och vi ser därmed goda möjligheter för lönsam tillväxt närmsta åren för bolagets indiska verksamhet.

Equity Indices, Index, Price Return, USD



Källa: Macrobond

Autoliv vs VINX Benchmark (SEK)



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 43% av portföljen investerad i cykliska sektorer, vilket är ca tio procentenheter lägre än i vårt jämförelseindex. Förutom oron kring tullarna har vi också noterat att den svenska kronan stärkts rejält både mot dollar och euro, vilket ökar risken för vinstestimaten i många exportorienterade verkstadsbolag.

Vi har en fortsatt hög exponering mot nordiska banker (cirka 15% 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, och dels ser vi värderingarna som fortsatt attraktiva. Tillsammans med höga direktavkastningar är vi fortsatt positiva till sektorn.

Under månaden ökade vi återigen exponeringen mot Novo Nordisk efter några månader av svag kursutveckling. Aktien värderas just nu till ett P/E-tal på knappt 16x för 2025 (som faller till 13x under 2026, om analytikerkollektivet har rätt) vilket framstår som alldeles för lågt givet en förväntad vinststillväxt på 16% per år under perioden 2025-2028. Direktavkastningen på 3% är förvisso relativt låg, men kompletteras från nästa år av återköp i samma magnitud. Viktigast av allt är att Novo alltjämt har en stark position inom fetmaläkemedel, och vi bedömer att de kommer att kunna försvara denna också i framtiden.

Nyckeltalen för portföljen är alltjämt klart bättre än för marknadens genomsnitt. Vi har en förväntad avkastning på eget kapital på ca 21% (nästan dubbelt så högt som marknadens 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

Hanna Lindbo

Ansvarig förvaltare

Medförvaltare

Company	Weight	P/E	Dividend	
			yield	ROE
Novo Nordisk	7.1%	15.2	3.3	69.4
Investor	5.9%	n/a	2.1	1.9
Essity	5.8%	13.0	3.3	15.8
Volvo	5.6%	9.6	7.3	24.6
Nordea	5.5%	7.6	9.2	14.4
Sampo	5.3%	16.1	4.6	18.7
Kesko	4.1%	14.8	5.3	16.8
Skanska	4.1%	11.4	4.5	11.4
Astra Zeneca	3.9%	14.1	2.5	27.3
Danske Bank	3.8%	7.4	9.3	12.2
Autoliv	3.8%	8.4	3.7	29.7
UPM	3.6%	11.6	6.6	9.4
Kone	3.5%	22.2	4.0	36.8
Sandvik	3.3%	13.1	3.5	16.8
Swedbank	3.2%	7.8	9.8	13.0
Metso	3.1%	11.6	4.8	20.8
Telenor	3.0%	15.8	6.9	16.8
H&M	3.0%	15.6	5.9	27.7
Boliden	3.0%	9.0	3.7	12.2
New Wave	2.8%	10.5	4.4	14.5
Valmet	2.5%	10.0	6.2	15.4
ABB	2.5%	18.5	2.2	28.8
Storebrand	2.3%	11.8	4.5	12.8
SHB	2.2%	8.9	10.5	11.2
SKF	2.1%	9.5	4.9	12.6
Portfolio		12.6	4.9	21.3
VINX Benchmark		13.7	4.1	12.2

Källa: Bloomberg, Ålandsbanken
Uppdaterad per 2025-04-07