

Norden Dividend – brev till andelsägare

Utmanande marknader!

Kära andelsägare,

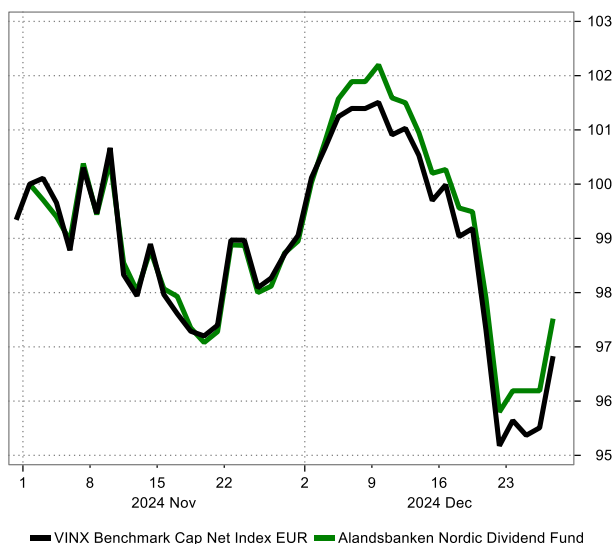
Norden Dividend har nu lagt de två första månaderna bakom sig. I korta drag är vi som förvaltare frustrerade över den svaga (och volatila) marknaden, men är ändå nöjda med att fondens egenskaper har varit i linje med vad vi tänkte oss när den lanserades.

Fondens värde har hittills minskat med ca 3%, vilket dock är drygt 0,5% bättre än vårt jämförelseindex. När vi ser på utfallet för enskilda dagar konstaterar vi att fonden tenderar att utvecklas bättre än marknaden under nedgångsdagar samtidigt som den följer med väl uppåt även i en starkare marknad. Vilket är helt i linje med vad vi väntat oss.

Under den senaste månaden har de globala kapitalflödena i det närmaste varit enkelriktade. De amerikanska marknaderna har utvecklats väl – främst till följd av de s.k. "Magnificent 7"-bolagen – medan övriga marknader utvecklats svagt. Detta har bland annat medfört att värderingsskillnaderna mellan europeiska och amerikanska aktier nu är de största någonsin. Frågan är om det verkligen speglar den underliggande utvecklingen i form av vinster och tillväxt, eller om det bara är en effekt av att allt mer kapital förvaltas i globala indexfonder, där USA nu svarar för närmare 70% och Magnificent 7-bolagen för drygt en fjärdedel av marknadsvärdet?

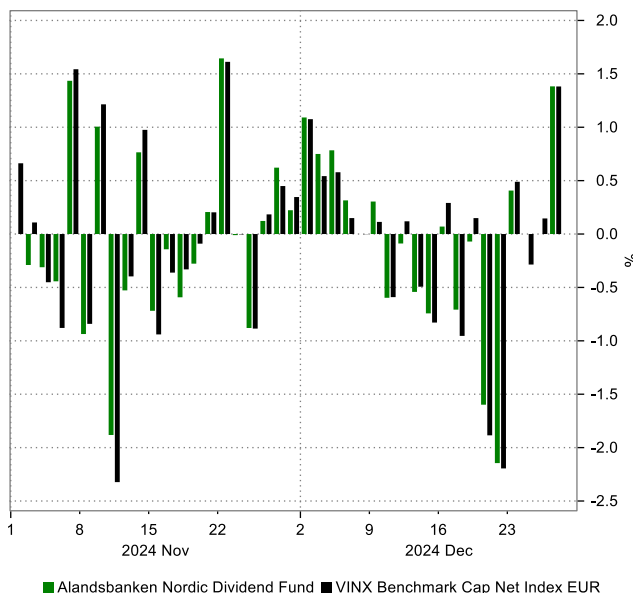
Vi känner en viss oro för hur en korrigering av värderingarna i USA under 2025 kan komma att påverka övriga marknader. Även om vi anser att samtliga av våra portföljbolag har rimliga till låga värderingar och goda förutsättningar för att visa stigande vinster under de närmaste åren är det svårt att tro att nordiska aktier skulle kunna stå emot en större nedgång i USA. Men man kan också tänka sig ett scenario där övriga världen "springer ikapp" den amerikanska marknaden i takt med att den globala tillväxten förbättras under 2025.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Källa: Macrobond

Nordic Dividend - daily performance



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Fondens enskilt största innehav är Novo Nordisk, som i nuläget står för ca 7,7% av kapitalet. Som ni säkert noterat föll aktien kraftigt dagarna innan jul efter att bolaget presenterat en så kallad fas 3-studie av CagriSema, ett nytt läkemedel mot fetma.

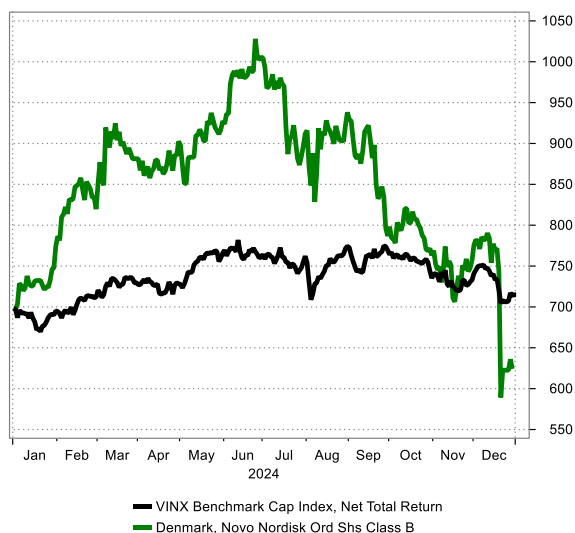
När vi ser på studieresultaten kan vi konstatera att de inte fullt ut levde upp till marknadens förväntningar. CagriSema gav en viktnegång på ca 22% för de patienter som ingick i studien. Detta är det mest effektiva läkemedel mot fetma som hittills presenterats, men förhandsgissningarna låg på en viktnegång på 25% eller mer, vilket delvis förklarar kursreaktionen.

Till stor del verkar studieresultatet ha påverkats av hur studien har utformats. Patienterna hade full frihet att modifiera dosen av CagriSema under studiens gång, vilket medförde att bara 68% nådde upp till den högsta dosen. Om det berodde på upplevda biverkningar eller helt enkelt på att man var nöjd med den viktnegång som uppnåtts är svårt att säga. Att det skulle handla om biverkningar är svårt att tro givet att bara 5% av deltagarna valde att avbryta studien. Novo Nordisk skriver också att inga oväntade biverkningar noterats.

Nästa steg är att Novo Nordisk kommer att inleda en kompletterande studie där patienterna inte har möjlighet att modifiera dosen. Mot bakgrund av att 40% av deltagarna i den första studien nådde en viktnegång på 25% eller mer kan man misstänka att en majoritet av dessa nådde den högsta doseringen av CagriSema. Vi har därför goda förhoppningar om att aktien kan återhämta sig under 2025 med stöd av den nya studien. Det är värt att notera att Novo Nordisk avser att lansera CagriSema enligt plan 2026, och även utan att resultaten förbättras i kommande studier ser vi en betydande försäljningspotential för läkemedlet.

Efter kursfallet har värderingen av Novo Nordisk fallit till den lägsta nivån sedan sommaren 2021. P/E-talet ligger nu kring 17x, vilket är betydligt lägre än många verkstadsbolag som har väsentligt lägre tillväxt och lönsamhet. Vi har därför valt att öka exponeringen mot aktien under de sista handelsdagarna på 2024 och kan tänka oss att öka ytterligare under inledningen av 2025. Vi bedömer fortsatt att det långsiktiga värdet av aktien är betydligt högre än 1,000 DKK, vilket ger en kurspotential i storleksordningen 55-60% från årets slutkurs.

Novo Nordisk vs VINX Benchmark (DKK)



Källa: Macrobond

Novo Nordisk 12 month forward P/E



Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Portföljen i övrigt har inte förändrats nämnvärt sedan fonden startades. Vi har i nuläget ett ägande i 24 nordiska kvalitetsbolag, vilket är i linje med målsättningen om 20-25 innehav. Efter Novo Nordisk är Investor, Nordea, Essity och Volvo de största innehaven.

Essity, som tillverkar mjukpapper och hygienprodukter, hade i början av december en kapitalmarknadsdag där bolaget utvecklade de antaganden som ligger till grund för de finansiella målen – en tillväxt på mer än 3% per år och en rörelsemarginal på över 15%. Efter att ha lyssnat på företagsledningens presentationer känner vi fortfarande att målsättningarna framstår som konservativa. Bland annat antar Essity inte att de kommer att kunna göra några prishöjningar, vilket framstår som mycket försiktigt i en värld där inflationen ligger kring 2%. Vi tror därför att bolaget har goda möjligheter att överträffa förväntningarna under de närmaste åren. Balansräkningen är extremt stark, och vi skulle inte bli förvånade om det nuvarande programmet för aktieåterköp utökas i samband med bolagsstämman.

Vi tillbringade i november en hel del tid med våra portföljbolag i verkstadsindustrin. Även om de flesta bolag tecknar en bild av en svag europeisk konjunktur får vi positiva indikationer kring efterfrågan i USA och i Asien. Inte minst AB Volvo gav en optimistisk presentation kring bolagets ambitioner i Nordamerika i samband med kapitalmarknadsdagen i november. Kombinationen av tillväxtpotentialerna i USA och Latinamerika, en stabil europeisk lastvagnsmarknad och en attraktiv värdering gör att vi fortsatt ser en god potential i Volvoaktien både på kort och lång sikt.

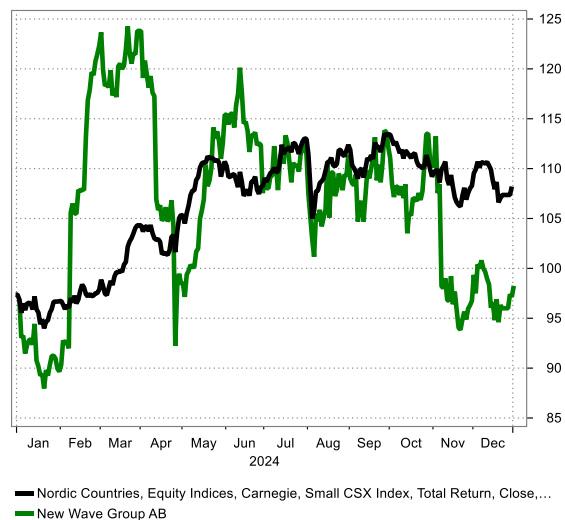
I november gjorde vi en investering i New Wave Group, som föll tillbaka efter sin delårsrapport. Bolaget har en stark balansräkning vilket gör att vi räknar med att den höga utdelningsnivån kan bibehållas trots höga investeringar. Det kommer säkert inte att bli en linjär uppgång från dagens nivåer till vår "målkurs" på ca 150 SEK/aktie, men vi tror att bolagets starka kultur och förmåga att anpassa sig till skiftande marknadsförhållanden gör att sannolikheten är stor för att de senaste årens framgångar ska kunna upprepas framöver. Och vi känner stort förtroende för huvudägaren och VD:n Torsten Janssons förmåga att skapa avkastning även för oss mindre ägare.

Essity vs VINX Benchmark (SEK)



Källa: Macrobond

New Wave vs Carnegie Small Cap (SEK)



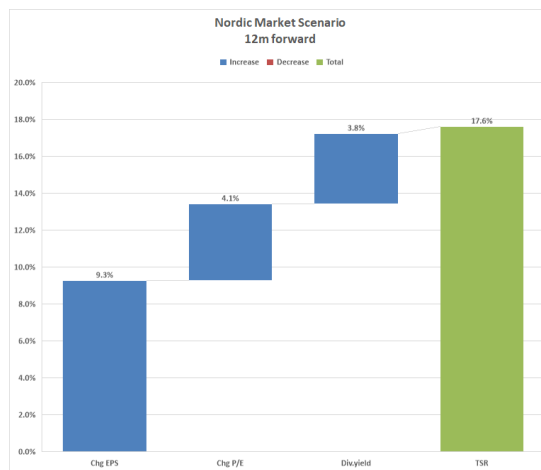
Källa: Macrobond

Brev till andelsägarna

Vi har fortsatt en positiv syn på aktiemarknaderna inför 2025. Mycket talar för att den globala konjunkturen kommer att förbättras, främst till följd av att hushållen i de flesta länder får en ökad köpkraft genom högre reala inkomster och minskade räntebetalningar. Vi ser också att den minskning av lagernivåerna som präglade andra halvåret i många industriföretag börjar vara avslutad, vilket bör leda till högre aktivitet (och högre vinster) under 2025.

Vårt scenario för de nordiska aktiemarknaderna på 12 månader sikt innebär en totalavkastning i intervallet 15-20%, där de främsta drivkrafterna är stigande vinster och hög direktavkastning. Vår ambition är – som alltid – att överträffa marknadsutvecklingen med 2-4% efter avgifter. Utgångsläget är gott med en portfölj som har lägre vinstmultiplar än marknads genomsnitt (15,7x jämfört med 20,1x) samt klart högre direktavkastning (4,2% jämfört med 2,7% för vårt jämförelseindex).

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



Källa: Bloomberg, Ålandsbanken

Lars Söderfjell

Ansvarig förvaltare

Hanna Lindbo

Medförvaltare