

Ålandsbanken kapitalförvaltning – morgonkommentar

Vänner,

I årets sista morgonbrev brukar vi normalt att försöka summera året som gått, och vilka stora händelser som präglat det. Men vi kan nog alla haft tillräckligt av "inflation", "energikris" och "krig" – vi väljer istället att titta framåt, för världen tenderar trots allt att bli lite bättre för varje år som går. Och så lär det bli även under 2024.

Det är tradition att vi presenterar ett antal "case" för det kommande året i det sista brevet innan jul, och utvärderar de idéer vi gav för ett år sedan. Facit för förvaltarnas idéer 2023 var starkt (i genomsnitt +38,2%), även om det inte saknades plumpar i protokollet, och det är skönt att konstatera att våra fonder och aktieportföljer har lyckats relativt bra i den volatilitet som präglat börsåret.

Vi har återigen bitt våra förvaltare och analytiker att dela med sig av sina bästa investeringsidéer för 2024 – oavsett tillgångsslag. Det enda kravet var att idén ska baseras på en placeringshorisont på åtminstone ett år, så att vi i slutet av 2024 kan utvärdera dem (och förstås se vem i teamet som lyckats bäst).

Börsåret 2023 kommer vi att minnas som ett volatilt år. MSCI World Index har till dags dato levererat +20% i total avkastning, mätt i EUR. De nordiska marknaderna har inte riktigt följt med i den globala uppgången, men står ändå i nuläget drygt 11% högre än vid årsskiftet. Det är framför allt den finska marknaden som utvecklats svagt under året.

Vi är positiva till aktiemarknaderna inför 2024. Dels tror vi att konjunkturen förstärks mer än marknaden räknar med under det kommande året, dels tror vi att fallande inflation kommer att bidra till en fortsatt hög riskapitet. Och värderingen är inte på något sätt utmanande, åtminstone inte i Norden där vinstmultiplarna är klart lägre än historiska genomsnitt på många håll.

Vi återkommer med nya morgonbrev och nya idéer 8 januari 2024. Till dess önskar jag och mina kollegor alla våra läsare en riktigt god jul och ett gott nytt år!

Lars Söderfjell

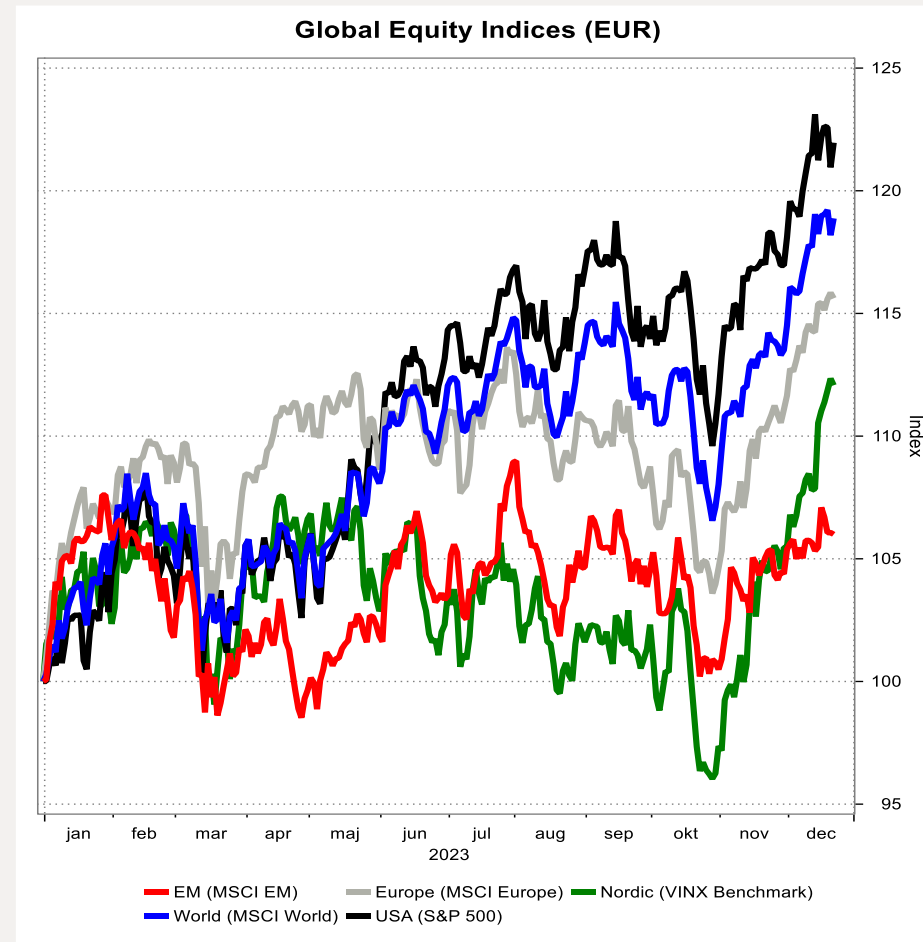
Chef, Aktier och allokering



Fjolårets idéer – ett starkt år

Startdatum 2022-12-23, slutdatum 2023-12-21 (lokal valuta)

Investeringsidé	Idégivare	Kursförändring
Pandora	Lars Söderfjell	+103,0%
Bufab	Thomas Johansson	+75,4%
RVRC Holding	Stefan Olsson	+75,3%
Saab AB	Kjetil Anthonisen	+49,0%
Atlas Copco A	Ulf Torell	+40,2%
Alfa Laval	Niclas Erneholm	+35,1%
Siemens	Marcus Lundqvist	+34,9%
Assa Abloy	Niklas Wellfelt	+30,6%
Valmet	Tanja Wennonen-Kärnä	+8,4%
Note	Eric Berglund	-14,7%
SHB Hållbar Energi SEK A1	Carl Lövgren	-17,0%
Genomsnitt		+38,2%



Intrum: lägre räntor, lägre skuld!

Lars Söderfjell, Chef Aktier och allokering

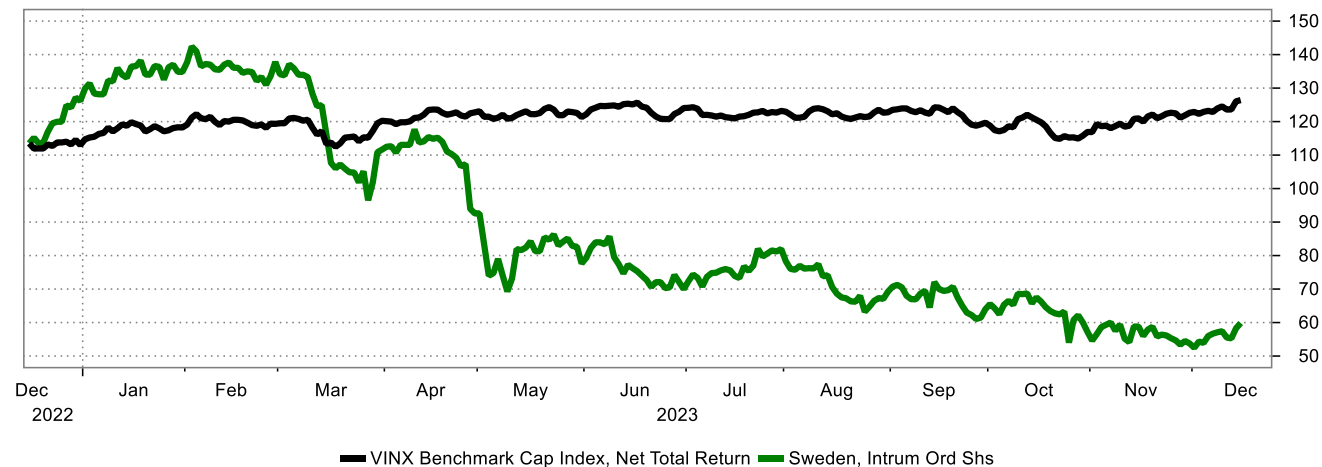
- ✓ **Intrumaktien har pressats under 2023 till följd av det högre ränteläget och en oförmåga att sänka bolagets skuldsättning** från dagens relativt höga nivå. Vi tror att både makroomgivningen (lägre marknadsräntor och en starkare krona) och bolagets egna åtgärder kommer att verka i motsatt riktning under 2024, vilket kan ge en rejäl uppvärdering av aktien under det kommande året.
- ✓ **Intrum fattade under sommaren 2023 att kraftigt minska investeringarna i egna kreditportföljer** och istället öka satsningarna på den traditionella inkassoverksamheten. Effekterna av dessa åtgärder bör bli tydliga redan under 1H24 – både vad gäller lägre skuldsättningskvoter och förbättrade vinstmarginaller i serviceverksamheten.
- ✓ **Kreditmarknaderna har redan noterat att något har förändrats** – den s.k CDS-spreaden har fallit till den lägsta nivån sedan i maj. Intrum har genom de åtgärder som redan vidtagits och planeras i närtid säkerställt att de inte är beroende av refinansiering i obligationsmarknaden under 2024. Vi bedömer att Intrums kostnader för finansiering kommer att sjunka relativt snabbt under de närmaste kvartalen i takt med att balansräkningen förstärks.
- ✓ **Intrum har satt upp ambitiösa målsättningar för serviceaffären**, som i princip innebär att rörelseresultatet ska öka från knappt 2 mdr SEK till nära 4 mdr SEK till och med 2026. Vi tror att vinstmarginalen gradvis kommer att förbättras under de närmaste kvartalen och därmed öka trovärdigheten för målsättningen.
- ✓ **Värderingen är attraktiv med ett P/E-tal på 4,5x (!) för 2024.** Dagens marknadsvärde på 7,3 mdr SEK innebär att marknaden sätter ett negativt värde på portföljinvesteringarna i storleksordningen 25 mdr SEK – vilket förstås är alldeles för pessimistiskt. **Med nästan 10% av aktiekapitalet blankat krävs inte mycket för att aktien ska lyfta rejält!**

Intrum (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	9,814	11,716	19,800	20,400	20,500
Operating profit (adj)	1,363	2,096	5,600	6,160	6,450
Pretax profit (adj)	1,349	2,066	2,000	2,140	2,620
Earnings/share (adj)	2.05	3.03	8.40	13.20	16.20
Dividend/share	1.30	1.50	0.00	0.00	8.17
P/E	14.0	9.8	7.1	4.5	3.7
EV/EBIT	11.7	8.7	11.5	9.5	8.3
Return on equity	11.0%	14.1%	5.6%	9.2%	10.3%
Dividend yield	4.5%	5.0%	0.0%	0.0%	13.7%
Net debt/cash EBITDA	3.9	4.0	4.5	3.9	3.4
Growth, revenue	14%	19%	69%	3%	0%
Growth, earnings/share	52%	48%	177%	57%	23%

Current share price

59.86

Intrum vs VINX Benchmark (SEK)



Metso: Tillväxt och marginalpotential

Niclas Erneholm, Portföljförvaltare Nordiska aktier

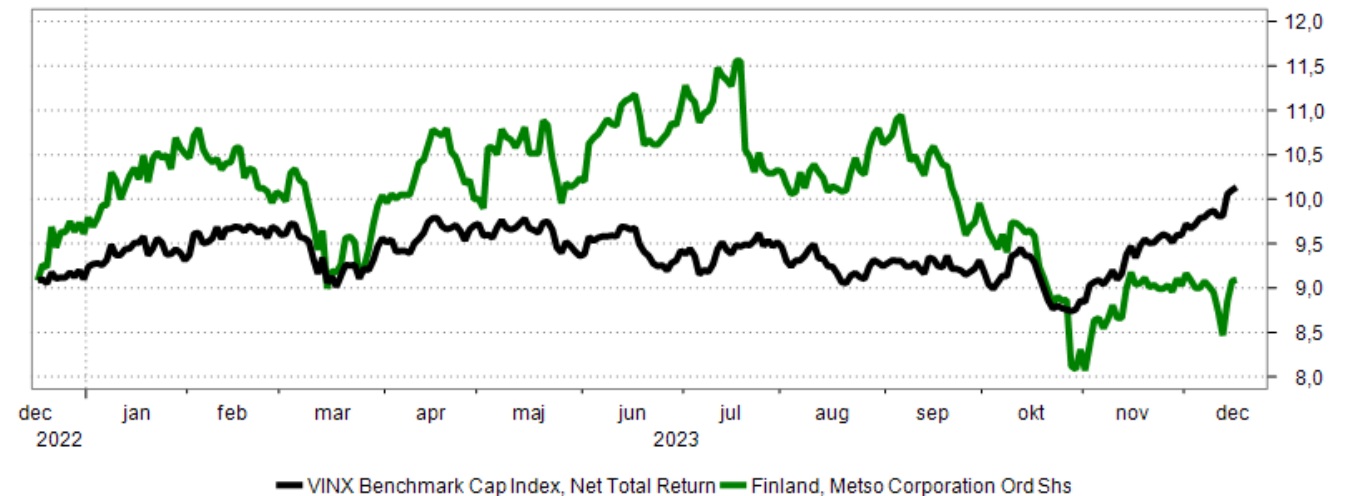
- Metso har under de senaste året renodlat sin portfölj och gjort sig av med flertalet delar från Outotec förvärvet (1 Juli 2020). Då endast ett fåtal delar som t.ex. Hydrometallurgi är kvar i bolaget och flera delar som till exempel metallåtervinning har avyttrats beslöt man på bolagstämman i år att plocka bort namnet Outotec och i fortsättningen benämnas Metso Corporation.
- Metso är väl positionerade mot både strukturell och konjunkturell tillväxt de kommande åren. Aggregates har haft ett tufft år i år och omsättningen föll med 12% under Q3 2023 jämfört med samma kvartal föregående år. Aggregates ser ut att ha bottnat efter 18 månader av nedgång och där finns det goda utsikter för en återhämtning framöver.
- Minerals har exponering mot metaller som koppar och guld med starka strukturella tillväxt drivare i en värld som går mot elektrifiering. Vi förväntar oss en återhämtning i Kina under 2024 vilket kommer att ha en positiv påverkan på Minerals. Minerals har också en stor exponering mot metaller (Kobolt, Litium och Nickel) relaterade till batteritillverkning för elbilar och där tror vi på en stark strukturell tillväxt framöver.
- Metso har haft en positiv marginalutveckling de senaste åren och vi förväntar oss att den kommer att vara stabilare framöver. Bolaget höjde även sitt marginalmål (EBITA-marginal) till att vara högre än 17% över en konjunkturcykel jämfört med det tidigare målet att vara högre än 15% över en konjunkturcykel.
- Ett positivt scenario för Metso där bolaget når en omsättning på 6000 MSEK och en rörelsemarginal på 17% för 2025 ger en EV/EBIT på 7.1 vilket vi både ser som realiserbart och attraktivt.
- Givet våra positiva intryck av bolaget och en attraktiv värdering med en EV/EBIT på 9.2 för 2023 och 8.2 för 2024 gör att vi förväntar oss en god kursutveckling under 2024

Metso, MEUR	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	4 236	4 971	5 389	5 478	5 713
Operating profit	475	339	813	839	887
Pretax profit	507	341	803	841	895
Earnings/share	0.5	0.2	0.7	0.8	0.8
Dividend/share	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
P/E	16.6	45.9	12.6	11.9	11.2
EV/EBIT	16.3	24.4	10.1	9.2	8.2
Return on equity	21.1%	7.8%	24.7%	23.5%	22.3%
Dividend yield	2.7%	3.3%	3.7%	3.9%	4.4%
Dividend yield incl buybacks	2.7%	3.3%	3.7%	3.9%	4.4%
Net debt/equity	21%	29%	23%	3%	-10%
Growth, revenue	9%	17%	8%	2%	4%
Growth, earnings/share	43%	-62%	265%	5%	6%

Current share price SEK

9.18

Metso vs VINX Benchmark (EUR)



Kion: Dags för ett nytt "lyft" 2024

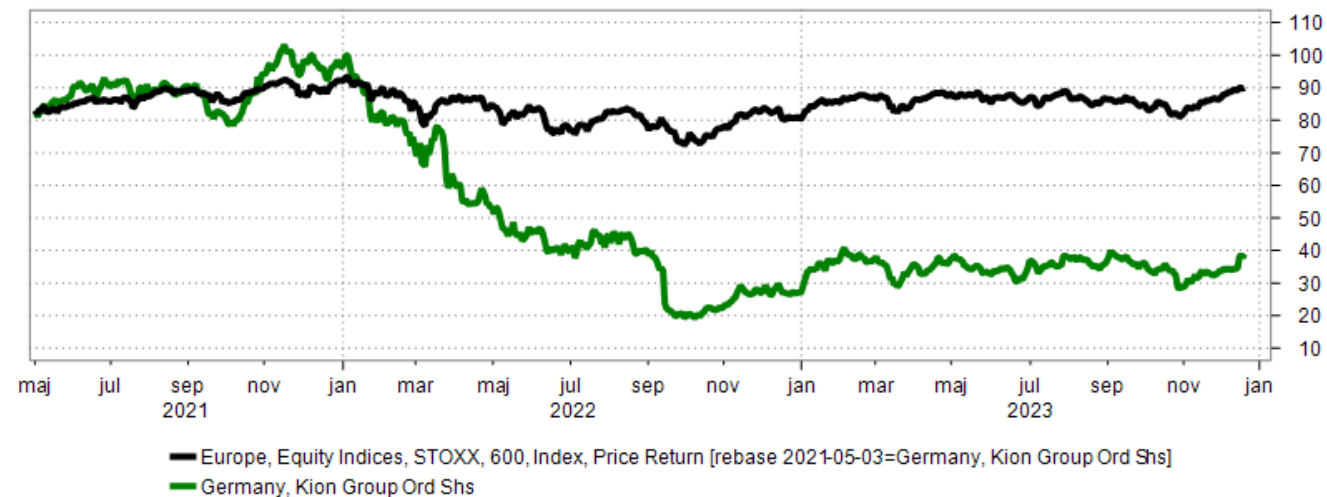
Marcus Lundqvist, förvaltare Ålandsbanken Europafond

- ✓ **Kion är en av världens största och ledande tillverkare av elektriska truckar och automatiserade lagerhanteringssystem.**
- ✓ **Vi gillar bolaget** för att vi genom affärsområdet Supply Chain Solutions (SCS) får en intressant exponering mot flera globala megatrender som e-handel, digitalisering, automatisering och hållbarhet. Dessutom gynnas bolagets truckverksamhet av omställningen till el-truckar, vilket ger en ytterligare medvind.
- ✓ **Ordergången för Kion** har fortsatt att minska i takt med den ekonomiska inbromsning och höga jämförelsetal under föregående år med -13,6% för de första 9 månaderna 2023. Orderboken uppgick per Q3 till EUR 7,9 mdr.
- ✓ **Vi förväntar oss en ekonomisk återhämtning under 2024**, där de ledande indikatorerna, som pressats ned till mycket låga nivåer, åter börja stiga. **Detta brukar var en god ledande indikator även för Kion.**
- ✓ **Höjda utsikter för helåret 2023:** Efter att återigen höjt sina utsikter i samband med Q3-rapporten för både vinst och marginal förväntar nu sig bolaget en omsättning på EUR 11,2 mdr, en vinst på 780 MEUR och ett kassaflöde på 660 MEUR.
- ✓ **Katalysatorer för fortsatt kursuppgång** är tecken på cyklisk återhämtning med stöd av ekonomiska indikatorer, strukturell tillväxt mot tydliga megatrender och bevis på att tillväxten inom SCS åter tar fart efter en tillfällig utplaningsfas efter pandemin.
- ✓ **Aktien handlas till P/E 10,9x vinsten för 2024 och 8,6x för 2025, vilket vi tycker är attraktivt** med tanke på den tillväxtpotentialen som fortsatt finns inom SCS. **Vi tycker därför att aktien är intressant och har fortsatt god avkastningspotential** om vårt återhämtningsscenario materialiseras.

KION Group AG, Meur	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue	10 294	11 136	11 339	11 233	11 770
Operating profit	787	154	747	802	946
Pretax profit	804	151	546	625	777
Earnings/share	4.34	0.75	2.75	3.18	4.17
Dividend/share	1.50	0.19	0.76	1.01	1.29
P/E	8.5	47.3	12.6	10.9	8.6
EV/EBIT (adj)	21.1	57.6	15.4	14.3	12.1
Return on equity	12.0%	1.8%	8.1%	8.8%	10.0%
Dividend yield	1.6%	0.7%	2.0%	2.6%	3.3%
Net debt/equity	80%	97%	20%	12%	18%
Growth, revenue	23%	8%	2%	-1%	5%
Growth, earnings/share	61%	-82%	276%	15%	27%

Källa: Bloomberg

Kion vs STOXX 600



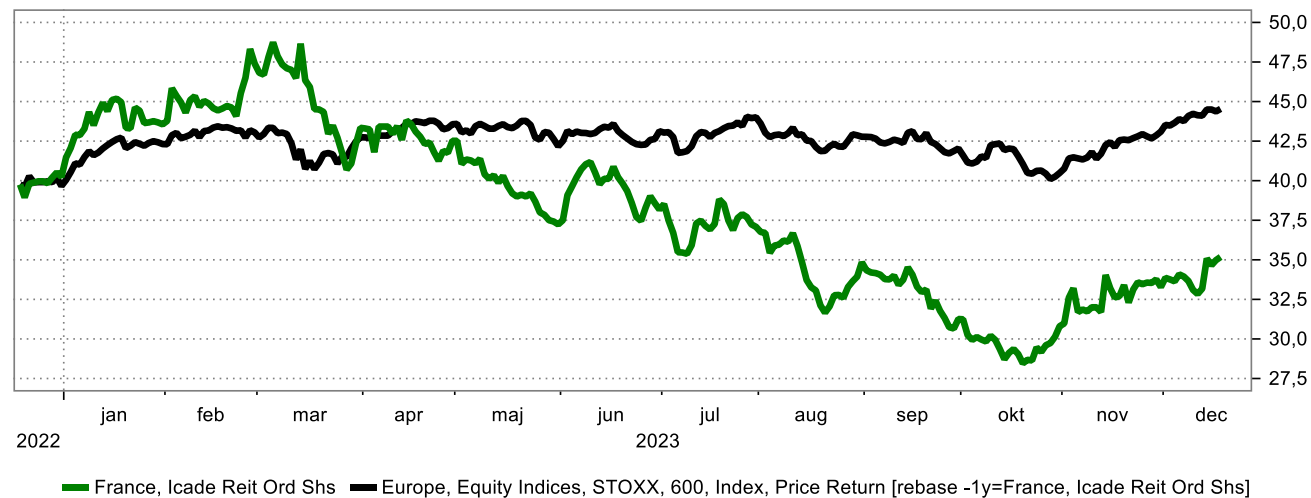
Icade: Urstark balansräkning

Per Engström, förvaltare Ålandsbanken Europafond

- Icade är ett franskt fastighetsbolag som äger och investerar i fastigheter samt bedriver fastighetsutveckling i egen regi. Deras bestånd är främst i Paris-området men de äger också fastigheter i Marseille, Lyon, Bordeaux och Toulouse.
- Fastighetsportföljen består till 85% kontor, 9% lätt industri, 2% bygg/markrätter och resten övrigt. Fastighetsutvecklingen syftar till att utveckla bostad- och servicefastigheter (kontor, hotell och offentlig sektor) för att sedan sälja vidare till andra aktörer.
- Icades fastigheter ligger framförallt i Parisområdet men strax utanför centrum. Bolaget har mycket stabila hyresgäster som Technip Energies, Schneider Electric, EDF Renewables, Veolia, Utrikesministeriet med mera.
- Under 2023 har Icade avyttrat fastigheter för nästan 1,6 BEUR och stärkt balansräkningen betydligt. 63% av vårdfastighetsbeståndet har sålts av och resterande 37% är signade till försäljning av samma köpare senast 2025 vilket bör medföra ytterligare 800 MEUR. Efter försäljningarna har skuldsättningen gått ned från nästan 40% till 29%.
- Bolaget har under åren varit kloka och bundit räntorna. 95% av räntorna är bundna/hedgade till 2026 till en genomsnittsränta om ca 1,5%. Bolagets kovenanter säger att belåningsgraden får vara max 60% och räntetäckningsgraden lägst 2x. Räntetäckningsgraden är idag ca 4x och kommer gå upp till 5x när hälsovårdsfastigheterna är färdigsålda. Kreditbetyget är BBB+ med stabila utsikter.
- Mot bakgrund av att vi sannolikt sett toppen på räntecykeln bör fastighetsaktier se en återhämtning 2024. Icade har en av de lägsta belåningsgraderna i sektorn samt en av de högsta direktavkastningarna kommande år givet en mycket stark balansräkning efter fastighetsförsäljningar. 19 februari ska ledningen presentera en ny strategisk plan som vi ser som en trigger för aktien.

Icade	2022	2023e	2024e	2025e
EPRA NTA per share (€)	90	74	68	66
Growth in NTA (%)	-5.0%	-17.5%	-8.4%	-2.8%
Discount to NTA (%)	-61.1%	-52.7%	-48.5%	-47.0%
EPS	5.5	4.3	3.8	3.6
EPS growth (%)	6.0%	-2.4%	-11.3%	-5.2%
EPS yield (%)	16%	12%	11%	10%
DPS (€)	4.20	4.05	4.04	3.27
Growth in DPS (%)	0.0%	-3.6%	-0.3%	-19.0%
Dividend yield (%)	12%	12%	12%	9%
Price/book	0.4	0.4	0.4	0.4
Price/cash flow	9.7	7.5	9.0	10.5

Icade vs EURO STOXX 600

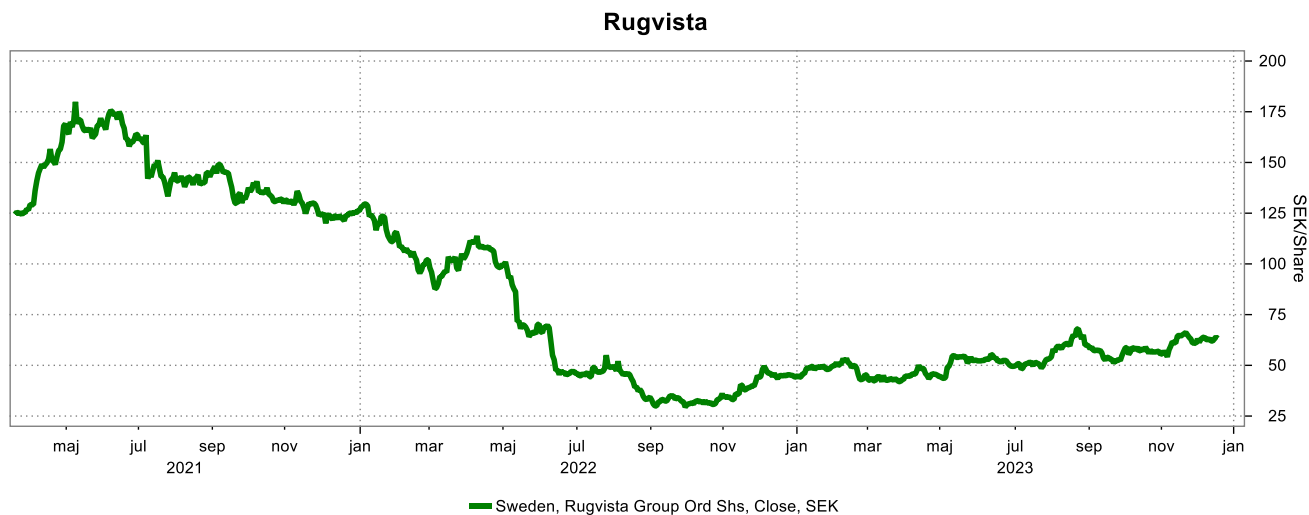


Rugvista: vänder till tillväxt igen

Thomas Johansson, portföljförvaltare

- Rugvista levererade en stark rapport för det tredje kvartalet och efter sex kvartal med fallande organisk försäljningstillväxt vände bolaget till tillväxt igen.** Trots ett tufft makroekonomiskt läge ökade försäljningen 14% organiskt under kvartalet. Under Q3 lanserades bolagets nya e-handelsplattform på tolv marknader vilket bör ge stöd åt försäljningen framöver. Även om försäljningsutvecklingen enskilda kvartal kan vara volatil tror vi det värsta är över för bolaget och att försäljning och lönsamhet kan öka gradvis.
- Till skillnad från många andra e-handelsbolag har Rugvista kunnat upprätthålla en god lönsamhet trots en svag marknad.** Under det tuffa året 2022 var rörelsemarginalen 11,7% och i år räknar vi med att den stiger till en bit över 14%. Med lite mer medvind i försäljningen 2024-25 tror vi att rörelsemarginalen kan lyfta ytterligare till kring 16,0-16,5%, vilket fortfarande är en bit under toppnivåerna från 2020-2021 på närmare 20%.
- Rugvista har en stark balansräkning med en nettokassa som uppgick till 135 MSEK efter det tredje kvartalet.** Den starka finansiella ställningen har gjort att bolaget kunnat upprätthålla en utdelning även under den svaga perioden. Direktavkastningen uppgår till 3,2%, vilket gradvis ökar till 4,0-4,5% kommande år.
- Rugvista värderas till EV/EBIT 9,5x 2024 och 7,7x 2025,** vilket vi menar är attraktivt givet en stark marknadsposition, vändning till tillväxt och goda marginaler.

Rugvista	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	705	639	705	782	855
Operating profit	138	75	99	127	143
Pretax profit	127	74	99	128	144
Earnings/share	5.2	2.8	3.9	5.0	5.5
Dividend/share	2.50	1.50	2.00	2.50	2.75
P/E	13.0	21.0	15.8	12.4	11.2
EV/EBIT	10.0	16.0	12.0	9.5	7.7
Return on equity	9.0%	8.5%	15.4%	17.6%	18.0%
Dividend yield	4.1%	2.4%	3.2%	4.0%	4.4%
Net debt/equity	-38%	-22%	-34%	-44%	-52%
Growth, revenue	25%	-9%	10%	11%	9%
Growth, earnings/share	38%	-46%	40%	28%	10%



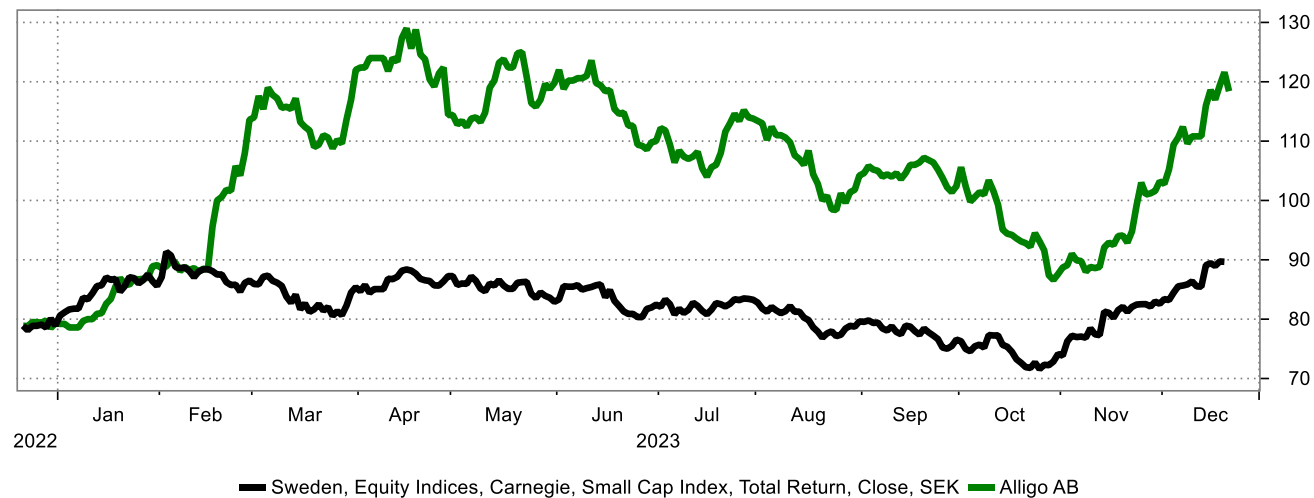
Alligo – beredda på bättre tider

Stefan Olsson, analytiker

- ✓ **Alligo har enligt vår mening goda förutsättningar att växa med förbättrad lönsamhet under 2024.** Vi räknar med en gradvis förbättrad situation för små och medelstora företag i Norden under kommande år, vilket ger möjlighet för Alligo att växa organiskt. Med en solid balansräkning finns dessutom utrymme för fler förvärv.
- ✓ Alligo tillhandahåller arbetskläder, utrustning och förnödenheter till företag i Sverige, Norge och Finland genom butikskoncepten Swedol, Groll, Tools och Univern (koncepten konsolideras under 2024). Runt 19% av försäljningen består av egna varumärken inom främst arbetskläder och personligt skydd. Bolaget rapporterade i stort sett oförändrade intäkter för 3Q med stärkta marginaler, vilket gav ett utfall för 9M 2023 på 6,797 MSEK (6,488) med en EBITA-marginal på 7,6% (7,1), ett i våra ögon bra utfall i en utmanande marknad. Kontinuerliga effektiviseringar har givit stöd för resultatet när tillväxten avtagit under årets lopp.
- ✓ **Vi ser möjligheter till ett återuppväckt intresse för reovering och underhåll av exempelvis bostäder och anläggningar under 2024** vilket skulle gynna småföretag inom hantverk, ett prioriterat kundsegment med högre marginaler för Alligo. **Med en trimmad struktur, ett väl fungerande sortiment och kapacitet för expansion genom förvärv har bolaget beredskap att ta vara på en ökande efterfrågan.**
- ✓ **Alligo-aktien har haft en stark kursutveckling under hösten men handlas trots det till attraktiva vinstmultiplar** på estimaterna för 2024 och 2025, vilket ger potential för vidare uppgång. Osäkerheten avseende konjunkturutvecklingen ger en viss återhållsamhet i estimaterna, här ligger risken på uppsidan enligt vår bedömning. **Allt sammantaget finns förutsättningar för en tillväxt och marginalutveckling under 2024 som inte speglas i nuvarande värdering, vilket motiverar en positiv syn på aktien.**

Alligo AB, MSEK	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue	8,475	9,211	9,517	9,800	10,180
Operating profit	420	664	748	835	933
Pretax profit	534	612	669	761	867
Earnings/share	8.50	80.45	10.61	11.87	13.50
Dividend/share	1.75	3.00	4.00	5.80	5.40
P/E	14.6	12.6	10.7	9.6	8.5
EV/EBIT (adj)	21.4	10.2	12.1	10.9	9.7
Return on equity	13.6%	118.8%	14.8%	15.1%	15.5%
Dividend yield	1.0%	3.8%	3.3%	4.8%	4.5%
Net debt/equity	66%	75%	52%	39%	26%
Growth, revenue	38%	9%	3%	3%	4%
Growth, earnings/share	1%	16%	17%	12%	13%
Current share price	119.8 SEK				

Alligo vs VINX Benchmark (SEK)



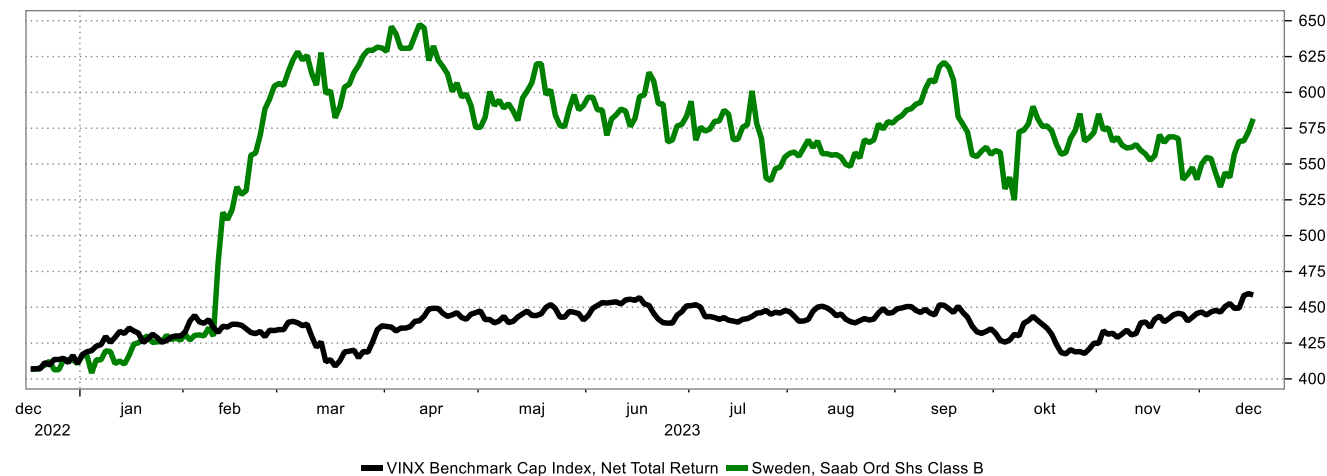
Saab-Fortsatt vinnare på geopolitisk oro

Kjetil Anthonisen, Analytiker

- ✓ **Europa och stora delar av övriga världen befinner sig i en fas av ökad militär spänning** inte bara mot bakgrund av kriget i Ukraina utan även beroende på en allt mer aggressiv attityd mot omvärlden från Kina samtidigt som Mellanöstern blir än mer oroligt.
- ✓ På Saabs huvudmarknad i Sverige och övriga Europa kommer **försvarsanslagen att öka kraftigt under de kommande åren**, vilket lägger grunden för en långsiktig tillväxt för bolaget.
- ✓ **Saab är väl positionerat för att dra nytta av detta** då bolaget har tekniskt avancerade och konkurrenskraftiga produkter samtidigt som ett kommande svenskt NATO-medlemskap ytterligare underlättar försäljning inom NATO-området.
- ✓ **De stigande försvarsanslagen har redan börjat slå igenom i form av en ökad orderingång** men vi räknar med att orderingången och omsättningen kommer att öka med tvåsiffriga tal under flera år framåt
- ✓ **Förutom en utbyggd försvarskapacitet** så gynnas orderingången av att i synnerhet Europa behöver öka sina lager av vapen och ammunition från låga nivåer samtidigt som utrustning och ammunition som skickas till Ukraina och förbrukas behöver ersättas.
- ✓ **Vi ser goda förutsättningar till att den ökade omsättningen även kommer att medföra en högre marginal** tack vare ökad beläggningsgrad och en gynnsammare förhandlingsposition mot kunderna
- ✓ **Mot bakgrund av att vi räknar med stigande vinster** de kommande åren **så sjunker värderingsmultiplerna** och vi ser goda förutsättningar för att EV/EBIT kommer ned mot ca 11 per 2025.

Saab	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	39,154	42,006	50,850	56,000	62,700
Operating profit	2,973	3,275	4,350	5,575	6,350
Pretax profit	2,570	2,810	4,300	5,450	6,208
Earnings/share	15.2	16.5	24.0	31.0	36.0
Dividend/share	4.90	5.30	6.00	7.50	8.75
P/E	15.0	23.0	24.0	18.5	16.0
EV/EBIT	11.0	16.0	17.0	13.0	11.0
Return on equity	9.0%	8.5%	11.0%	13.0%	13.0%
Dividend yield	2.1%	1.3%	1.0%	1.3%	1.5%
Dividend yield incl buybacks	2.1%	1.3%	1.0%	1.3%	1.5%
Net debt/equity	18%	10%	0%	-10%	-20%
Growth, revenue	10%	7%	21%	10%	12%
Growth, earnings/share	9%	9%	45%	29%	16%

SAAB vs VINX Benchmark (SEK)



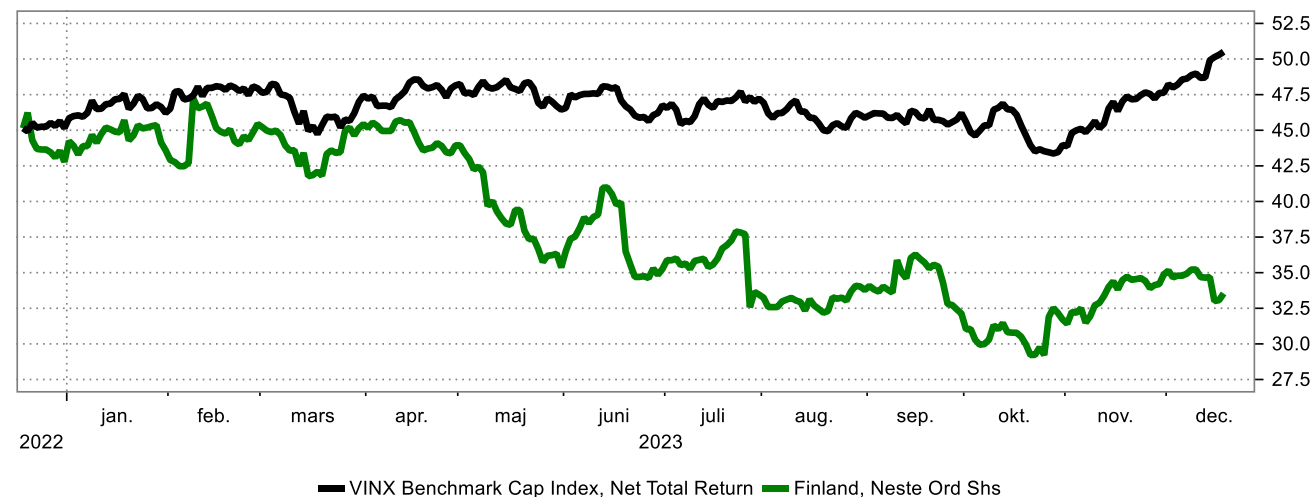
Neste – kommer tillbaka 2025!

Tanja Wennonen-Kärnä, aktiestrateg

- Neste har ett enorm potential i den effektiva produktionen av förnybara bränslen och cirkulära lösningar.** Med sina produktionsenheter i Singapore, Rotterdam och Borgå samt samföretaget i Kalifornien, har man en god geografisk täckning mot kunder.
- Bolaget meddelade i december om att råoljeraffineriet i Borgå kommer att omvandlas till en produktionsenhet för förnybara bränslen.** Omställningen sker gradvis med målet att vara färdig i medlet av 2030-talet. Neste strävar efter en kapacitet på cirka 3 miljoner ton förnybara produkter och innebär en investering på 2,5 MRD euro. Det årliga EBITDA för oljeprodukter i Borgå (ca 11 m ton) ligger omkring 700 MEUR, medan 3 m ton förnybar produkt kunde inbringa 1,7 MRD euro.
- Ett orosmoment är ifall det finns tillräckliga mängder råvara att förädla.** Den egna råvaruförsörjningen ligger idag kring målet på 50 % och man experimenterar med olika råvaror som plaster. Positivt är att råvarupriserna sjunker. Huvudrisken för bolaget är dock utvecklingen av försäljningsvolymerna samt –marginalerna. Konsensus för marginalen 2024 är 750 USD/ton och en aning högre 2025, samt sannolikt betydligt högre för grönt flygbränsle.
- Grönt flygbränsle är något där efterfrågan växer kraftigt.** Neste har för avsikt att uppnå en SAF kapacitet på 1,5 M ton i slutet av 2024 och volymproduktion inleds Q2/2024. Marginalen i grönt flygbränsle kan komma att vara flera hundra dollar högre än marginalen för vägtrafik då den stöds av egen insamlingen, samt möjligheten att använda sig av råvaror av sämre kvalitet.
- Efterfrågan på fossila bränslen kommer att sjunka** under de kommande åren och ersättas av förnybara bränslen samt elektrifiering. Omställningen i bolaget kommer att stöda resan mot Neste klimatmål och göra bolaget till en 100% leverantör av förnybara bränslen, vilket borde attrahera ESG-investerare.
- År 2024 kommer att vara ett år då man lyfter verksamheten mot full kapacitet.** Efterfrågan på förnybart bränsle, samt utvecklingen av lagstiftningen stöder tillväxten strukturellt. Neste är attraktivt värderad med hänsyn till den stora andelen förnybart bränsle (P/E 12,2x 2024e), samt delar ut en stadigt växande dividend. **Vi tycker aktien är intressant och ser en återhämtning spela ut 2025.**

Neste Oyj, Meur	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue	15 148	25 707	22 479	23 453	24 192
Operating profit	2 027	2 408	2 542	2 653	2 820
Pretax profit	1 846	2 407	2 140	2 437	2 584
Earnings/share	2.31	2.46	2.15	2.71	2.84
Dividend/share	0.82	1.52	1.37	1.36	1.47
P/E	15.4	12.9	11.8	12.2	11.2
EV/EBIT (adj)	17.7	13.6	11.0	10.6	9.9
Return on equity	27.4%	24.7%	20.3%	22.8%	22.3%
Dividend yield	1.9%	3.5%	4.1%	4.0%	4.4%
Net debt/equity	-0%	16%	22%	15%	7%
Growth, revenue	29%	70%	-13%	4%	3%
Growth, earnings/share	49%	20%	9%	-3%	8%

Neste vs VINX Benchmark (EUR)

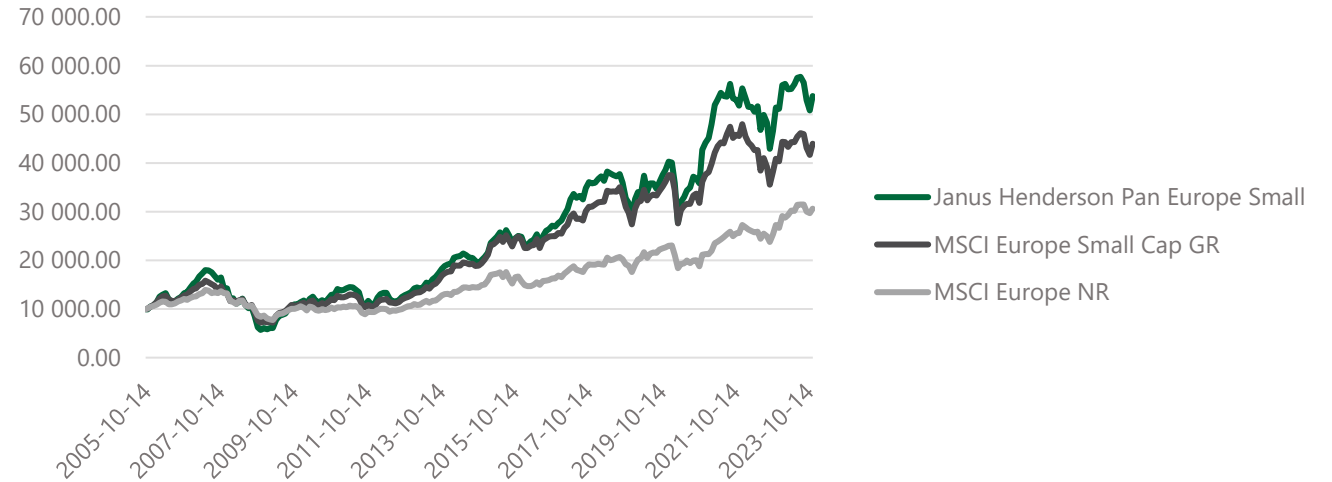


Ålandsbanken Kapitalförvaltning – morgonkommentar Janus Henderson Horizon Pan European Smaller Companies : Små bolag stor potential

Carl Lövgren, Manager Selection

- Småbolag har haft det tufft globalt under de senaste två åren. Denna svaga utveckling kan till stor del förklaras av sämre riskaptit och stigande realräntor, vilket påverkat värderingen av bolag med vinster längre fram i tiden, där majoriteten av småbolagen befinner sig. Dessutom har möjligheterna och kostnaderna för att finansiera tillväxt via kapitalmarknaderna försämrats.
- Den senaste tidens nedgång i marknadsräntorna har dock givit stöd till de mindre bolagen. Marknaden förväntar sig att obligationsräntorna både i USA och Europa fortsätter nedåt under 2024, drivet av en lägre inflationstakt som möjliggör för centralbankerna att lätta på den åtstramande penningpolitiken. Om detta scenario infrias bör det ge ett tydligt stöd till värderingen av småbolagen.
- Vi förväntar oss en konjunkturåterhämtning under 2024, dels drivet av att Kina stimulerar och återhämtar sig. Samtidigt tror vi på en gradvis förbättring av efterfrågan i västvärlden mot bakgrund av stigande reala inkomster och sjunkande marknadsräntor. Vi förutser en positiv marknad, där mindre bolag, cykliska sektorer och konsumentbolag leder uppgången.
- Historiskt har småbolagen med råge överkastat relativt de större bolagen. De har på indexnivå en högre vinsttillväxt och en högre sannolikhet att vara föremål för uppköp. Dessutom finns det ett större univers av småbolag, sämre analystäckning och fler felprissatta aktier. Ledande indikatorer planar nu ut på låga nivåer. Småbolagen har historiskt överkastat efter att PMI bottnat ur. Värderingarna på indexnivå i Europa är nära bottenivåer av sitt historiska handelsmönster, både i absoluta tal men särskilt relativt stora bolag. Detta gör att vi tror det är ett bra läge att köpa europeiska småbolag.
- Ålandsbanken ger exponering mot detta segment genom vår utvalda samarbetspartner Janus Henderson Horizon Smaller Companies. Fonden har förvaltats av samma förvaltare sedan 2005 och erbjuder exponering mot de mindre småbolagen. Den har sedan starten 2005 slagit index med nästan 100 procentenheter. Portföljen handlas till knappt PE 11 på nästa års vinster och bolagen väntas i snitt växa med över 17%.

Avkastning (sek)



Nyckeltal (30 nov)

	Janus Henderson Pan Europe Small	MSCI Europe Small Cap GR
Dividend yield	3,50%	3,70%
P/E (1yr fwd)	10,5	11,3
Return on equity	13,10%	12%
Historic EPS (3 yr)	17,40%	18,70%
Forecast EPS growth (1 yr)	17,30%	16,50%
Net debt/EBITDA	1,3	1,8

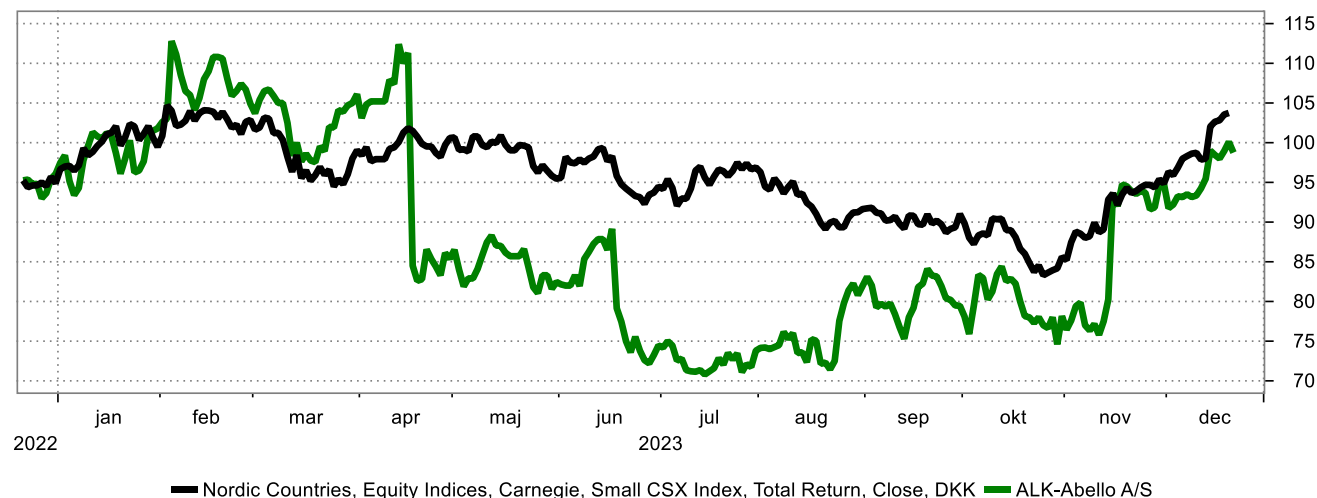
ALK-Abello – tar hand om din allergi

Eric Berglund, förvaltare Ålandsbanken Nordiska Småbolag

- ALK-Abello är ett läkemedelsföretag som fokuserar på lösningar mot allergibesvär.** Antal människor med luftvägsallergier har ökat stadigt de senaste åren där nu runt 30% av vuxna och upp till 40% av barn lider av besvär. Dessa siffror väntas öka ytterligare då klimatförändringar leder till längre och kraftfullare allergisäsonger. ALK är den ledande spelaren med en global marknadsandel på runt 35% med en produktportfölj som främst är inriktad mot luftvägsallergier som gräs-, björk-, pollen- och kvalsterallergi. Produkterna säljs både som vaccin och i tablettform. Man har även ett antal lovande forskningsprojekt inom matallergi t.ex. jordnötsallergi. Bolaget har en lång historik av innovativa lösningar och har varit först till marknaden med en lång rad av nya behandlingar. Med detta sagt väntas bolagets kostnader för läkemedelsutveckling kommande år sjunka till en mer normaliserad nivå efter ett antal år med stora investeringar i nya tablett-produkter.
- Q3-rapporten visar återigen på stark tillväxt.** Europa är den klart viktigaste marknaden för ALK och står för runt 2/3 av bolagets försäljning. Efter några kvartal med lite svagare tillväxt såg man en stark återhämtning av tablett-försäljningen i Europa under 3Q 23. Efter utgången av kvartalet har nyhetsflödet fortsatt varit positivt med bland annat en indragen läkemedelsrabatt på den tyska marknaden vilket gör att vi ser att man har stora möjligheter att växa omsättningen med minst 10% under 2024.
- Vi ser snabbväxande bolag inom Hälsovårds-sektorn som en av de intressantaste nischerna för 2024.** Vi ser att värderingsmultiplarna för ALK, liksom många andra bolag med hög vinsttillväxt kommer gynnas av kommande räntesänkningar. Samtidigt ser vi konjunkturrisken som låg då huvuddelen av ALKs försäljning inte bekostas av patienten själv. Vi gillar de långsiktiga tillväxtdrivarna samtidigt som vi ser att en tydlig marginalförbättring kommande år från nuvarande EBIT-marginal på runt 14% mot målsättningen på 25% till år 2025 kommer innebära en fortsatt stark vinsttillväxt.

ALK-Abello A/S, MDKK	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Revenue	3 916	4 511	4 846	5 328	5 859
Operating profit	292	470	695	1 010	1 366
Pretax profit	299	449	682	1 003	1 359
Earnings/share	1.00	1.52	2.35	3.61	4.74
Dividend/share					2.36
P/E	94.3	66.0	43.1	28.3	21.6
EV/EBIT (adj)	124.3	46.3	32.8	22.6	16.7
Return on equity	6.6%	9.0%	13.5%	17.2%	21.4%
Dividend yield					2.4%
Net debt/equity	14%	9%	4%	-7%	-19%
Growth, revenue	12%	15%	7%	10%	10%
Growth, earnings/share	188%	43%	52%	52%	31%
Current share price	100.1 DKK				

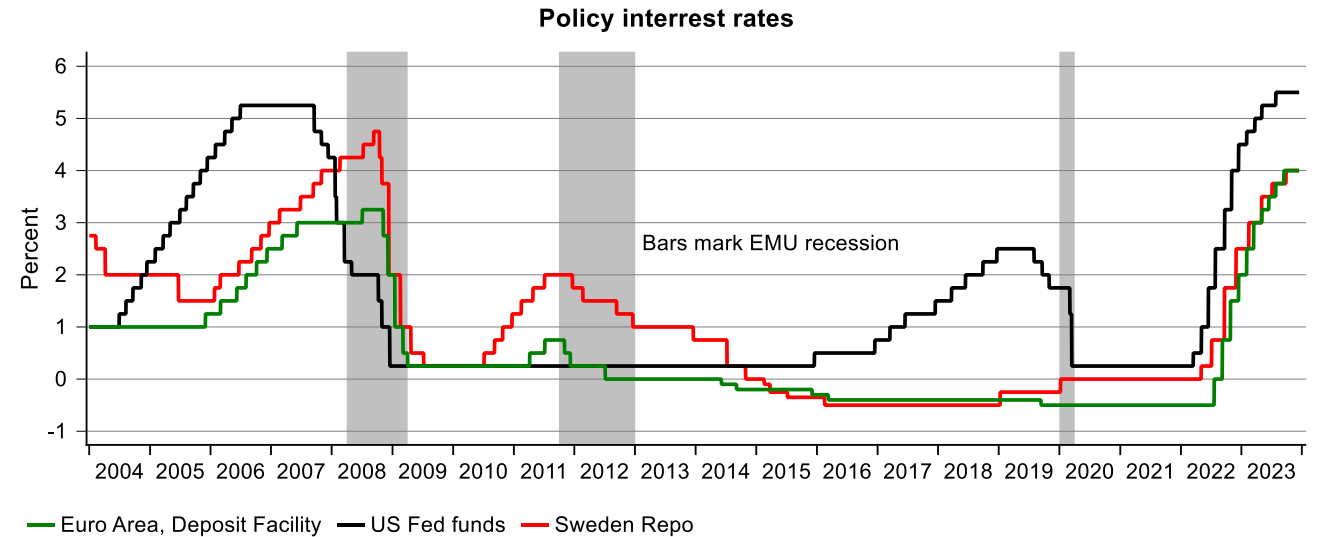
ALK-Abello vs Carnegie Small Cap (DKK)



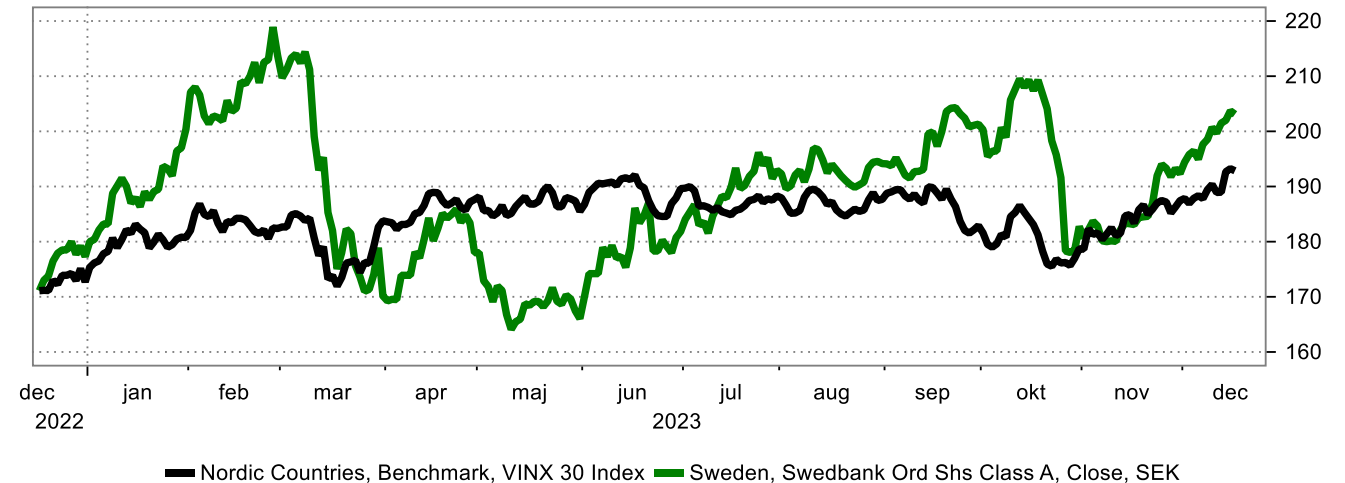
Swedbank – dags att realisera potentialen

Niklas Wellfelt, Kapitalförvaltningsfonden

- ✓ **Nordiska banker var som allra mest i ropet i aktiemarknaden under andra halvåret 2022 i samband med att centralbankerna yrvaket och i turbofart lyfte styrräntor**, mot bakgrund av insikten om att uppgången i inflationen, i samband med återöppnandet av ekonomin efter pandemin, knappast var snabbt övergående ("transitory").
- ✓ **Galopperande styrräntehöjningar bidrog till att lyfta bankerna räntenetton och bankernas aktiekurser steg likt nyårsfyrverkerier mot skyn väl in under första kvartalet 2023.** Sedan dess har bankerna i viss mån hamnat i skuggan av den internationella storbolagsdrivna tech/ai-haussen. **Samtidigt har bankerna systematiskt fortsatt att leverera starka delårsrapporter**, med höga intäkter, god kostnadskontroll och stabil kreditkvalitet, vilket underbyggt analytikernas vinstestimater.
- ✓ **Sammantaget har en god intjäning och en relativt återhållen kursutveckling bidragit till en tilltagande överkapitalisering och en tydligt nedpressad värdering av banksektorn i allmänhet – och inte minst i Swedbank**, vars värdering hämmats av den, sedan snart fyra år, pågående utredningen av USA:s justitiedepartementet (DOJ) kring Baltikumvarsamheten. Givet tiden det tagit att driva utredningar av denna typ i andra fall så bör ett utfall vara nära förestående.
- ✓ **Vi räknar med att Swedbank kan ge en direktavkastning på 9–10% kommande år**, så länge DOJ-utredningen pågår, vilket skulle innebära att överkapitaliseringen kvarstår. **När en uppgörelse med DOJ är på plats**, inkluderande en sannolik bot, bör det finnas tydligt utrymme (beroende på botens storlek) att frigöra kapital till aktieägarna i form av utdelningar och återköp i storleksordningen 13%-15%.
- ✓ **Dessutom**, klarhet i DOJ-utredningen bidrar sannolikt inte bara till en normalisering av balansräkningen utan också en normalisering av värderingen av Swedbank vilket bör summera till en attraktiv totalavkastning.



Swedbank vs VINX Benchmark (SEK)



God Jul och Gott Nytt År önskar Nordiska Aktier!

(vi återkommer med nya morgonbrev 8 januari)

