

# Norden Dividend – brev till andelsägarna

## Volatila tider!

Kära andelsägare,

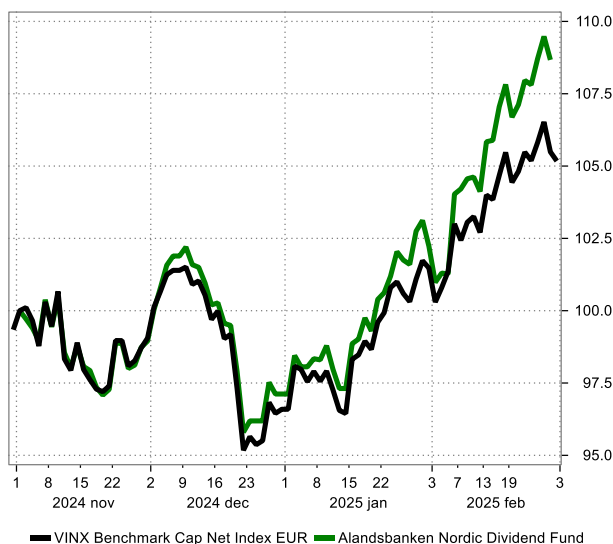
**Inledningen på året har varit händelserik i många avseenden för Norden Dividend.** Inte minst under den senaste månaden har den nya administrationen i USA gjort sitt bästa för att skapa osäkerhet i marknaderna, något som tagit sig uttryck i en högre volatilitet. Trots det har utvecklingen i år hittills varit tydligt positiv, med en uppgång på ca 12%. Fonden har därmed överträffat sitt jämförelseindex med god marginal. I februari steg fondens värde med ca 6%, främst till följd av en stark utveckling för innehaven i industrisektorn.

**En starkt bidragande orsak till att fonden utvecklats positivt under inledningen av 2025 är en ökad optimism kring europeisk konjunktur.** Vi har sett att makroekonomiska data i regionen under de senaste månaderna har överraskat positivt, och att våra kontakter med nordiska bolag till stor del bekräftar statistiken. Ett konkret exempel på en ökad optimism i företagssektorn är att AB Volvo i februari aviserade en ökning av produktionstakten i sin fabrik i Gent. Det hade knappast skett om företaget inte varit säkert på en återhämtning i efterfrågan under våren.

**Det är samtidigt viktigt att notera att utvecklingen i USA under de senaste veckorna gått i motsatt riktning.** Inte minst olika konjunkturbarometrar har vänt nedåt under 2025, men vi ser också en del indikationer på att räntekänsliga sektorer som bygg, fastigheter och sällanköpsvaror utvecklas svagt. Kanske är det hösten uppgång för marknadsräntorna som gör sig påmind? Mot bakgrund av att amerikanska konsumenter utgör ca 70% av USA:s BNP, som i sin tur står för mer än 20% av global BNP, är utvecklingen viktigt även för oss i Europa.

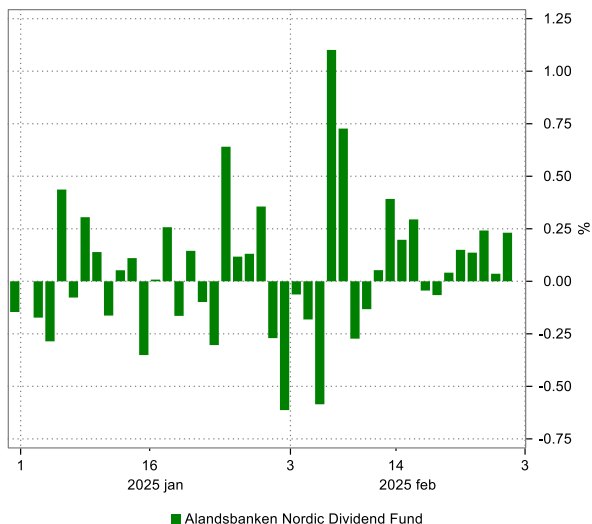
En avslutande observation kring ekonomierna är att **centralbankernas räntesänkningar nu verkar stanna av**, och styrräntorna etableras på högre nivåer än vad många bedömare trodde bara för några månader sedan. Vår uppfattning är att nuvarande räntenivåer i Europa är relativt neutrala, medan nivån i USA fortfarande är tydligt åtstramande. För vår del har det fått konsekvensen att vi ökat exponeringen mot nordiska banker under den senaste månaden.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Källa: Macrobond

Ålandsbanken Nordic Dividend Fund Daily relative performance



Källa: Macrobond

# Brev till andelsägarna

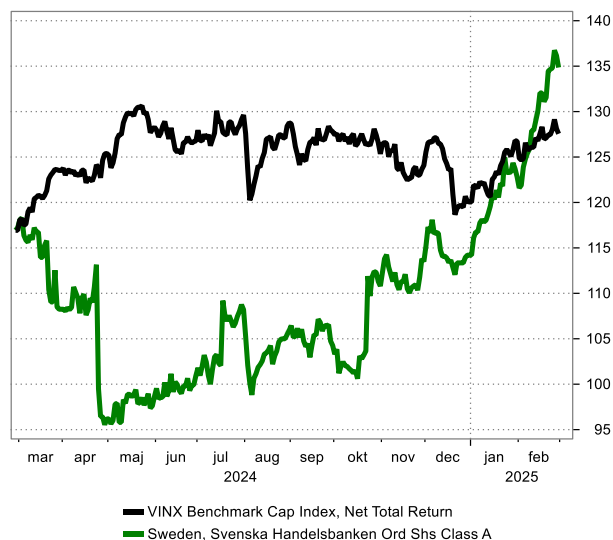
**De svenska storbankerna levererade genomgående starka rapporter för fjärde kvartalet.** Inte minst överraskade räntenettona positivt – något som många utländska analytiker sett som det stora orosmolnet till följd av att svenska banker normalt inte ”hedgar” sitt räntenetto samtidigt som styrräntor och korta marknadsräntor fallit rejält under fjolåret. Vi ser nu att effekterna verkar bli betydligt mindre än befarat, både till följd av att volymerna i utlåningen börjat återhämta sig och till följd av att utlåningsmarginalerna förbättrats. Tillsammans med ökad ekonomisk aktivitet i Norden (vilket är bra för provisionsnettot) och god kreditkvalitet (vilket betyder låga kreditförluster) gör det att bankernas resultat verkar plana ut på en högre nivå än marknaden befarat.

**Vi valde mot bakgrund av detta att ta en position i Svenska Handelsbanken (SHB).** SHB är den kanske mest konservativa av de svenska bankerna, och har historiskt sett haft både låg affärsrisk och låg finansiell risk. Efter bokslutsrapporten och diskussioner med bankens ledning får vi intrycket att SHB nu är mogna både för att prioritera tillväxt högre (främst utanför Sverige) och – vilket är viktigt för oss – öka återföringarna av kapital till ägarna. I samband med bokslutet föreslog styrelsen en dividend på totalt 15 SEK per aktie. SHB avser också att ”se över” sin kapitalstruktur varje kvartal, något som får oss att hoppas på att banken under 2025 kan komma att inleda återköp av egna aktier – en åtgärd som testats av bl.a. SEB med goda resultat för aktiekursen.

**Vi finansierade köpet av SHB genom att sälja hela innehavet i Pandora.** Aktien har utvecklats starkt sedan fonden startade i november, och vi får allt svårare att se någon större kurspotential på medellång sikt. Dels har värderingen stigit, dels har uppgången för silverpriset (som är den viktigaste insatsvaran i Pandoras smycken) gjort att möjligheterna att vinsterna ska överraska positivt har försämrats. Försäljningen gjordes till ett pris av ca 1,340 DKK/aktie, vilket innebär att vi under den korta innehavperioden fått en avkastning på ca 17%. Detta kan jämföras med marknadens totalavkastning på drygt 2% under samma tidsperiod. En bra affär, helt enkelt.

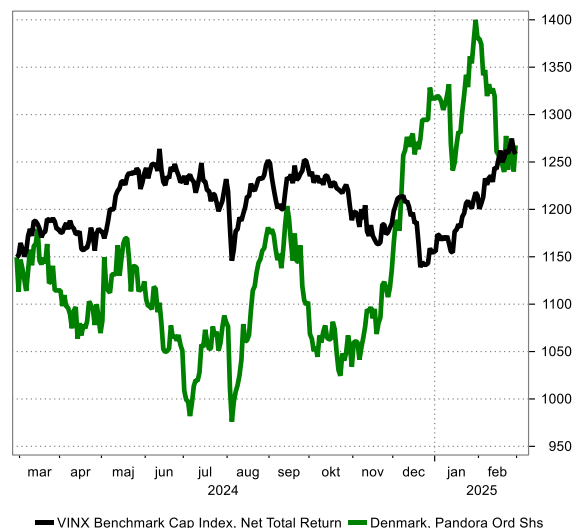
**Vi anser fortsatt att Pandora är ett kvalitetsbolag med rimlig värdering,** men tror att aktien under en period framöver kan få svårt att utvecklas bättre än marknaden av ovanstående anledningar samt en ökad osäkerhet kring köpviljan hos amerikanska konsumenter (~30% av Pandoras intäkter).

Handelsbanken vs VINX Benchmark (SEK)



Källa: Macrobond

Pandora vs VINX Benchmark index (DKK)



Källa: Macrobond

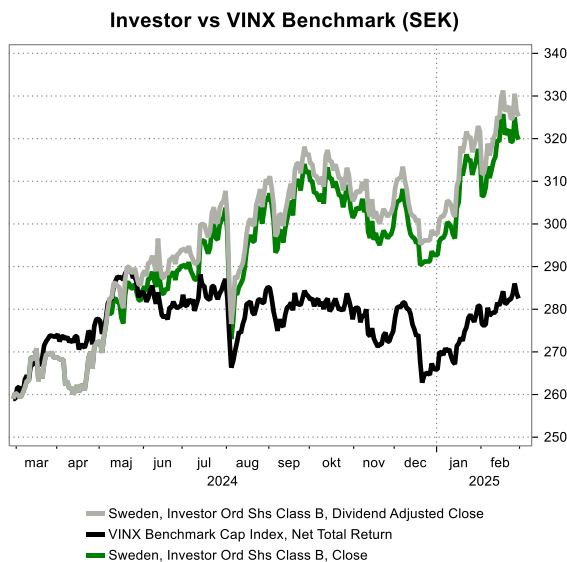
# Brev till andelsägarna

**Vi har i vanlig ordning träffat många bolag och analytiker under månaden.** Ett av de mest intressanta mötena var med Investor AB och VD Christian Cederholm. Mot bakgrund av att Christian tillträdde posten som VD så sent som i maj 2024 var vi nyfikna på om det Investor han ser framför sig i något avseende skiljer sig från det som Johan Forssell ledde under sina år som befälhavare på skutan.

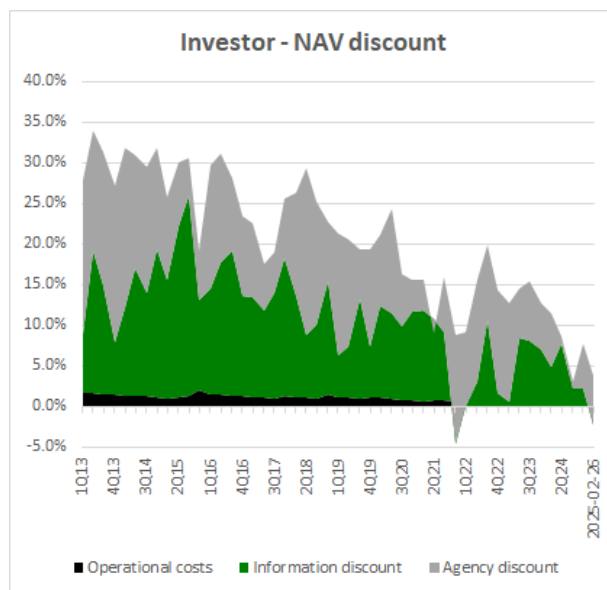
**Efter vårt möte är vi frestade att sammanfatta det i en mening:** "ingenting kommer att vara annorlunda, men allting kommer att förändras". Det är tydligt att inga stora förändringar av strategin ligger i närtid – men arbetat med att förädla både noterade och onoterade innehav kommer att fortsätta i ännu högre takt än tidigare. Vi tycker oss ana en viss "slagsida" mot den onoterade delen av bolaget – vilket inte skulle vara så konstigt, mot bakgrund av att Christian Cederholm senast var ansvarig för just de onoterade innehaven i Patricia Industries.

**Vårt ägande i Investor baseras främst på bolagets dokumenterade förmåga att öka substansvärdet.** Under de senaste 20 åren har Investor levererat en total avkastning på 17,3% per år till ägarna, varav merparten kommit från ett växande substansvärde. Detta är klart bättre än marknadens genomsnittliga uppgång på 11% per år. Och vi ser goda möjligheter till att den positiva utvecklingen kommer att fortsätta – en av de intressanta detaljer som framkom vid mötet var att Patricia gjort över 100 kompletterande förvärv under de senaste fem åren (något som vi för övrigt anser att Investor borde vara betydligt tydligare med i sin kommunikation).

**Vi passade också på att framföra våra synpunkter avseende bolagets kapitalallokering.** Investor föreslog en utdelning på – i sammanhanget – blygsamma 5.20 SEK/aktie vilket ger en direktavkastning på ca 1,6%. Mot bakgrund av att de noterade portföljbolagen i så gott som samtliga fall genererar goda kassaflöden och har starka balansräkningar, och de onoterade bolagen nu har ett tillräckligt stark kassaflöde för att finansiera merparten av de kompletterande förvärv som är rimliga, verkar moderbolagets obefintliga skuldsättning väl konservativ. Om Investor inte kan öka förvärvstakten är det vår uppfattning (som verkar delas av många institutioner) att man borde kunna betala en mer generös utdelning. Droppen urholkar inte stenen genom sin tyngd, utan genom att ständigt falla...



Källa: Macrobond



Källa: Macrobond

## Brev till andelsägarna

### Portföljen är i nuläget relativt defensivt positionerad.

Vi har en högre andel konjunkturstabla bolag än vad som ingår i vårt jämförelseindex och en lägre andel konjunktur känsliga bolag. Detta kräver dock en viss nyansering; vi har betydande innehav både inom verkstadsindustri, basindustri och sällanköpsvaror. Men vi har i nuläget inga innehav i teknologisektorn eller energisektorn, vilket gör att den totala exponeringen mot konjunktur känsligt blir lägre än indexvikten.

Anledningen till detta är i det första fallet att **vi inte hittar något teknologibolag som uppfyller våra krav på kvalitet tillsammans med en rimlig värdering** (inklusive god direktavkastning). Inom energisektorn är vi dels skeptiska till branschens långsiktiga förmåga att öka vinsterna, dels inte alltför optimistiska kring oljepriset. Om världen kan hantera den geopolitiska turbulens vi sett under de senaste åren utan att Brentoljan handlas högre än 72 dollar per fat – då är balansen mellan utbud och efterfrågan inte speciellt attraktiv för investerare.

**Vi har i nuläget knappt 16% av portföljen investerad i nordiska banker.** Istället för att sätta allt på ett kort har vi valt att sprida investeringarna till fyra banker: Nordea, Swedbank, Danske Bank och – som vi diskuterade tidigare i månadsbrevet – SHB. På detta sätt får vi olika exponeringar och sänker risken för att enskilda bolagshändelser ska påverka portföljens avkastning dramatiskt, t.ex. i samband med rapportperioderna.

**Nyckeltalen för portföljen är alltså klart bättre än för marknadens genomsnitt.** Vi har en förväntad avkastning på eget kapital på ca 22% (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**  
Ansvarig förvaltare

**Hanna Lindbo**  
Medförvaltare

Bolag	Vikt	P/E	Dividend	
			yield	ROE
Novo Nordisk	7.3%	21.5	2.3	71.2
Volvo	7.1%	12.8	5.4	25.2
Nordea	5.8%	9.1	7.7	14.4
Investor	5.4%	n/a	1.7	2.0
Essity	5.3%	13.6	3.1	16.0
SKF	4.8%	12.6	3.5	13.5
Skanska	4.5%	14.2	3.5	11.5
Sampo	4.3%	16.0	4.6	18.8
UPM	4.0%	14.6	5.2	9.7
Kesko	3.9%	14.9	5.2	16.7
Danske Bank	3.8%	9.0	7.4	12.1
Metso	3.8%	15.6	3.6	20.8
Swedbank	3.7%	9.9	7.7	13.1
Autoliv	3.7%	10.4	2.9	30.2
Sandvik	3.7%	16.6	2.6	17.4
H&M	3.4%	16.5	5.3	29.5
Telenor	3.1%	16.2	6.9	17.1
Astra Zeneca	3.1%	16.1	2.2	26.0
Kone	3.1%	25.8	3.4	37.2
Boliden	3.0%	12.1	2.7	12.3
New Wave	2.8%	13.4	3.5	14.3
SHB	2.6%	11.6	8.1	11.2
ABB	2.5%	23.4	1.7	28.4
Storebrand	2.2%	12.5	4.4	12.7
<b>Portfolio</b>		<b>14.8</b>	<b>4.2</b>	<b>21.5</b>
<b>VINX Benchmark</b>		<b>16.2</b>	<b>3.3</b>	<b>12.1</b>

Källa: Bloomberg, Ålandsbanken