

# Pohjoismaat Osinko – kirje osuudenomistajille

## Markkina on haastava!

Hyvät osuudenomistajat,

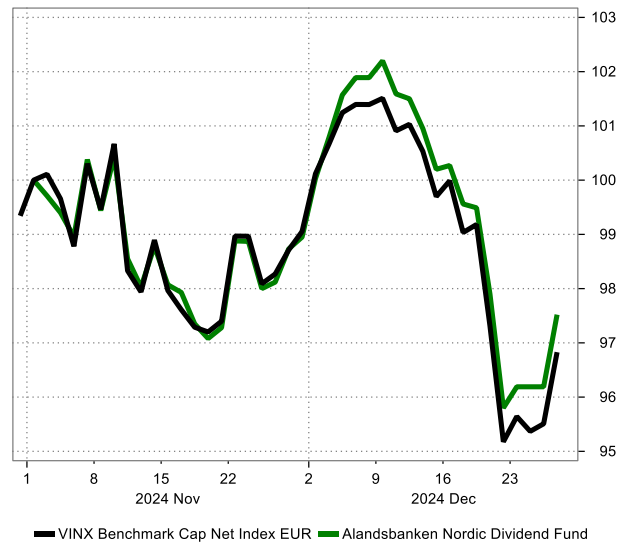
Pohjoismaat Osinko -rahastomme on nyt ollut toiminnassa kaksi kuukautta. Lyhyesti sanottuna me salkunhoitajat olemme turhautuneita heikkoon (ja heilahtelevaan) markkinaan, mutta olemme kuitenkin tyytyväisiä siihen, että rahasto on ominaisuuksiltaan vastannut sitä, mitä suunnittelimme sen perustamisen yhteydessä.

Rahaston arvo on tähän mennessä laskenut noin 3 %, mutta se on kuitenkin runsaat 0,5 % yli vertailuindeksimme. Jos tarkastelee yksittäisten päivien tulosta näkee että rahasto yleensä kehittyi markkinoita paremmin laskupäivinä, ja seuraa hyvin nousua markkinoiden vahvistuessa, mikä on täysin odotustemme mukaista.

Viimeksi kuluneen kuukauden aikana globaalit pääomavirrat ovat olleet lähinnä yksisuuntaisia. Markkinoiden kehitys Yhdysvalloissa on ollut hyvä – suurelta osin ns. ”Magnificent 7”-yhtiöiden ansiosta – muiden markkinoiden kehittyessä heikosti. Tämän seurauksena muun muassa arvostuserot eurooppalaisten ja yhdysvaltalaisen osakkeiden välillä ovat suuremmat kuin koskaan. Kysymys onkin, heijastaako se todella alla olevaa kehitystä voittojen ja kasvun muodossa, vai onko se vain seurausta siitä, että globaalit indeksirahastot, joissa Yhdysvaltojen osuus markkina-arvosta on nyt lähes 70 % ja Magnificent 7 -yhtiöiden osuus hieman yli neljänneksen, hallinnoivat yhä enemmän pääomaa?

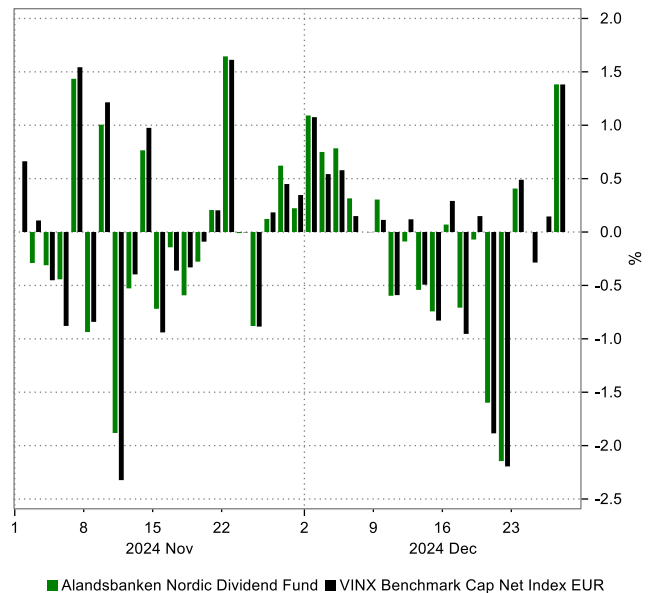
Olemme hieman huolissamme siitä, miten arvostusten korjaus Yhdysvalloissa vuoden 2025 aikana saattaa vaikuttaa muihin markkinoihin. Vaikka olemme sitä mieltä, että kaikkien salkussamme olevien yhtiöiden arvostus on kohtuullinen tai alhainen ja yhtiöillä on hyvät edellytykset voittojen nousuun lähivuosina, pidämme epätodennäköisenä, että pohjoismaiset osakkeet kestäisivät suurehkon laskun Yhdysvalloissa. Mutta skenaario voi myös olla se, että muu maailma ”juoksee kiinni” Yhdysvaltojen markkinat sitä mukaa kun globaali kasvu vahvistuu vuoden 2025 aikana.

Ålandsbanken Nordic Dividend vs VINX Benchmark Cap Net



Lähde: Macrobond

Nordic Dividend - daily performance



Lähde: Macrobond

## Kirje osuudenomistajille

Rahaston suurin yksittäinen omistus on Novo Nordisk, jonka osuus pääomasta on tällä hetkellä noin 7 %. Huomasitte varmaan osakkeen jyrkän laskun joulun alla yhtiön julkistettua uuden laihdutuslääkkeen CagriSeman kolmannen vaiheen tutkimustulokset.

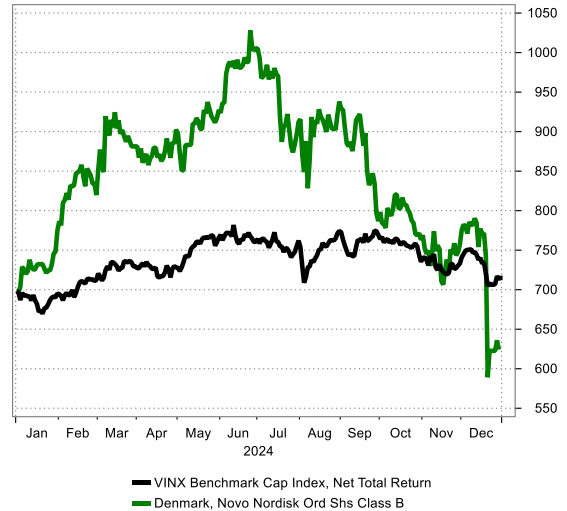
Tutkimuksen tulokset eivät täysin vastanneet markkinoiden odotuksia. Tutkimukseen osallistuneiden potilaiden paino laski noin 22 %. Valmiste on tähän mennessä tehokkain lääke liikalihavuuteen, mutta sen ennakoitiin vähentävän painoa vähintään 25 %, mikä osittain selittää kurssireaktiota.

Tutkimustulokseen näyttää vaikuttaneen pitkälti se, miten tutkimus oli suunniteltu. Potilailla oli vapaus muuttaa CagriSeman annostusta tutkimuksen aikana, jonka seurauksena ainoastaan 68 % heistä sai suurimman annoksen lääkettä. On vaikea sanoa, johtuiko tämä valmisteen sivuvaikutuksista vai siitä, että osallistujat olivat tyytyväisiä saavutettuun painonlaskuun. Sivuvaikutukset tuskin olivat syynä, koska ainoastaan 5 % osallistujista päätti keskeyttää tutkimuksen. Myös Novo Nordisk ilmoittaa, ettei yllättäviä sivuvaikutuksia ole havaittu.

Seuraavaksi Novo Nordisk käynnistää täydentävän tutkimuksen, jossa potilaat eivät voi muuttaa annostusta. Koska 40 % ensimmäisen vaiheen tutkimuksen osallistujista laihtuivat vähintään 25 %, on syytä olettaa, että valtaosa heistä sai suurimman annoksen CagriSema. Siksi olemme erittäin toiveikkaita suhteen, että osake elpyy vuoden 2025 aikana uuden tutkimuksen vauhdittamana. Huomionarvoista on, että Novo Nordisk suunnittelee saavansa CagriSeman suunnitellusti markkinoille 2026, ja vaikka tulokset eivät paranisi uusissa tutkimuksissa pidämme lääkkeen myyntipotentiaalia merkittävänä.

Kurssilaskun jälkeen Novo Nordiskin arvostus on laskenut alimmilleen sitten kesän 2021. P/E-luku on tällä hetkellä noin 17x, mikä on huomattavasti alhaisempi kuin monen konepajayhtiön, joiden kasvu ja kannattavuus ovat huomattavasti heikkomat. Päätimme siksi lisätä painotustamme osakkeeseen vuoden 2024 viimeisinä kauppapäivinä, ja saatamme lisätä sitä entisestään vuoden 2025 alussa. Arvioimme edelleen, että osakkeen pitkän aikavälin arvo on huomattavasti enemmän kuin 1 000 Tanskan kruunua, jolloin kurssipotentiaali on 55-60 % vuoden päätöskurssista.

Novo Nordisk vs VINX Benchmark (DKK)



Lähde: Macrobond

Novo Nordisk 12 month forward P/E



Lähde: Macrobond

## Kirje osuudenomistajille

Muilta osin salkussa ei juurikaan ole ollut muutoksia rahaston perustamisen jälkeen. Tällä hetkellä meillä on omistuksia 24 pohjoismaisessa laatuyhtiössä, mikä vastaa 20-25 omistuksen tavoitetta. Investor, Nordea, Essity ja Volvo ovat suurimmat omistukset Novo Nordiskin jälkeen.

Essity, joka on pehmapaperin ja hygieniatuotteiden valmistaja, järjesti joulukuun alussa päämarkkinapäivän, jonka aikana yhtiö kertoi lähemmin niistä tekijöistä, jotka muodostavat taloudellisten tavoitteiden perustan – yli 3 %:n vuotuinen kasvu ja yli 15 %:n liikevoittoprosentti. Kuunneltuamme yhtiön johdon esityksiä, on mielipiteemme edelleen, että tavoitteet ovat konservatiivisia. Essity uskoo muun muassa, ettei tuotteiden hintojen korotus tule olemaan mahdollista, mikä on erittäin varovainen näkemys tilanteessa, jossa inflaatio on noin 2 %. Siksi uskomme, että yhtiöllä on lähivuosina hyvät edellytykset odotusten ylittämiseen. Tase on erittäin vahva, emmekä yllättyisi, jos nykyistä osakkeiden takaisinosto-ohjelmaa laajennetaan yhtiökokouksessa.

Marraskuussa vietimme runsaasti aikaa salkkumme konepajayhtiöiden parissa. Vaikka useimmat yhtiöt viestivät Euroopan heikosta taloudesta saamme positiivisia merkkejä Yhdysvaltojen ja Aasian kysynnästä. Etenkin Volvo kertoi optimisteen sävyyn yhtiön tavoitteista Pohjois-Amerikassa pääomamarkkinapäivänsä yhteydessä marraskuussa. Kasvun edellytykset Yhdysvalloissa ja Latalalaisessa Amerikassa, kuorma-autojen vakaat markkinat Euroopassa sekä houkutteleva arvostus ovat syitä edelleen pitää Volvon osakkeen potentiaalia hyvänä sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä.

Marraskuussa sijoitimme New Wave Groupiin, jonka kurssi laski osavuosikatsauksen julkistuksen jälkeen. Yhtiön tase on vahva, joten odotamme, että osingot pysyvät runsaina mittavista investoinneista huolimatta. Nousu osakekurssin nykytasolta tavoitteeseemme, noin 150 Ruotsin kruunuun/osake, ei todennäköisesti tule olemaan lineaarinen, mutta uskomme, että yhtiön vahva kulttuuri ja kyky sopeutua muuttuviin markkinaolosuhteisiin mahdollistaa hyvin todennäköisesti viime vuosien menestyksen jatkumisen vastaisuudessa. Uskomme myös vahvasti pääomistajan ja toimitusjohtajan Torsten Larssonin kykyyn luoda tuottoa myös meille pienemmille omistajille.

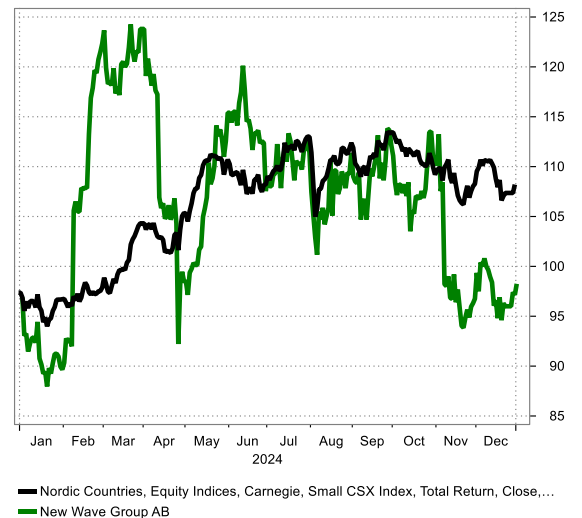
Pohjoismaat Osinko – kirje osuudenomistajille

Essity vs VINX Benchmark (SEK)



Lähde: Macrobond

New Wave vs Carnegie Small Cap (SEK)



Lähde: Macrobond

# Kirje osuudenomistajille

Näkemyksemme vuoden 2025 osakemarkkinoista on edelleen positiivinen. Monet merkit viittaavat siihen, että maailmantalous paranee, lähinnä koska kotitalouksien ostovoima useissa maissa kohenee reaaliansioiden kasvun ja pienempien korkokulujen ansiosta. Myös varastotasojen lasku, joka on leimannut usean teollisuusyrityksen toista vuosipuoliskoa lähenee loppuaan, mikä johtanee kasvavaan aktiviteettiin (ja parempiin voittoihin) vuonna 2025.

Skenaariomme pohjoismaisille osakemarkkinoille 12 kuukauden aikajänteellä sisältää 15-20 %:n kokonaistuoton, tärkeimpinä ajureinaan kasvavat tuotot ja korkeat osinkotuotot. Tavoitteemme – kuten aina – on ylittää markkinoiden kehitys 2-4 %:lla kulujen jälkeen. Lähtökohta on hyvä, salkun voittokerroin on alhaisempi kuin markkinoiden keskiarvo (15,7x vs. 20,1x) ja osinkotuotto selkeästi parempi (4,2 % vs. vertailuindeksiimme 2,7 %).

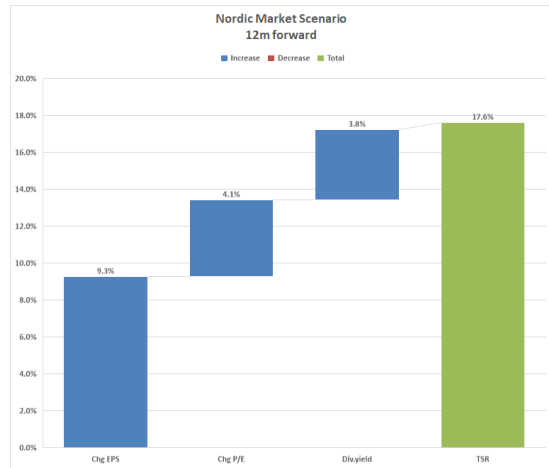
Kiitämme osoittamastanne luottamuksesta sijoittaessanne Pohjoismaat Osinko -rahastoon.

Lars Söderfjell

Vastaava salkunhoitaja

Hanna Lindbo

Salkunhoitaja



Lähde: Bloomberg, Ålandsbanken