ODIN Global EUR 31.12.2023

Rahastossa on osuusluokkia - A, B, C ja D

SALKUNHOITAJAN KOMMENTIT

Korot olivat jälleen suuressa roolissa ja vaikuttivat voimakkaasti vuoden 2023 markkinakehitykseen. Viime vuoden vuosikertomuksessa kirjoitimme, että korkojen nousun vaikutukset olivat suuri kysymysmerkki uuden vuoden kynnyksellä. Aiheuttaisivatko korot talouden tuhon? Vastaus on, että talous selvisi yllättävän hyvin. Keskuspankit voivat siksi jatkaa ohjauskorkojen nostamista korkean inflaation hillitsemiseksi. Vasta loppuvuodesta alkoi signaaleja siitä, että olimme lähestymässä korkojen huippua ja että markkinat alkoivat hinnoitella vuoden 2024 korkojen laskemista. Vaikka inflaatio- ja korkoepävarmuus vaikuttivat markkinaan vuoden alussa, osakemarkkinat aloittivat vuoden nousulla. Se ei ollut laaja nousu, vaan nousu, jota vetivät lähinnä yhdysvaltalaiset teknologiaosakkeet. Tämä johtui pääasiassa kahdesta tekijästä. Ensinnäkin monet näistä yrityksistä hinnoiteltiin merkittävästi alas vuonna 2022, koska ne ovat kasvuyrityksiä, joiden arvostukset ovat herkkiä korkotason muutoksille. Samalla näiden yritysten kasvu on kuitenkin vastustuskykyisempää talouden heikon kehityksen aikana. Näin ollen mahdollisuudet matalammille koroille, mutta mahdollisesti myös heikommalle taloudelle vuonna 2023, tekivät näistä osakkeista voittajia suhteessa muihin osaketyyppeihin. Toinen tekijä oli huomio tekoälystä (AI), joka sai vauhtia OpenAI:n julkaisun myötä. Markkinat sisäistivät nopeasti tämän teknologian tarjoamat mahdollisuudet ja sijoitukset tarvittavaan laskentatehoon sen täyden potentiaalin saavuttamiseksi. Tämä ajoi näiden yritysten osakekurssit korkeammalle, mukaan lukien ne teknologiayritykset, jotka sisällyttivät tekoälyn ratkaisuihinsa ja voivat tarjota uusia läpimurtoja tekoälyn perustuvissa tuotteissaan. Heinäkuussa osakemarkkinat saavuttivat alustavan huippunsa. Pitkät korot olivat nousseet huhtikuun alusta lähtien, talous pysyi suhteellisen vahvana ja huoli siitä, että korot pysyisivät korkeina pitkään, kasvoi. Markkinat olivat siksi epävakaita syksyn yli, mutta positiiviset merkit, kuten alhaisemmat inflaatioluvut ja Federal Reserven lausunnot, että korkojen huippu lähestyi, saivat osakemarkkinat jälleen nousuun ja pitkät korot laskivat merkittävästi

ODIN Global ei ollut immuuni korko-odotusten muutoksille. Rahasto tuotti hyvää tuottoa kesään asti, mutta sen jälkeen se joutui selviytymään markkinoiden odotusten muutoksista, koska odotukset korkojen noususta kasvoivat. Koska rahastoon valitaan yrityksiä, joilla on vahva pitkän aikavälin kasvupotentiaali, odotetaan näiden yritysten tuottavan jatkuvasti korkeaa arvoa. Tämä ominaisuus tekee niistä suhteellisen herkkiä korkomuutoksille. Siksi yritystemme arvostuskertoimet painuivat merkittävästi korkeampien korkojen myötä. Kun markkinasentimentti ja korko-odotukset muuttuivat syksyllä, rahasto nousi merkittävästi. Lokakuun lopusta lähtien rahasto on ylittänyt indeksin merkittävästi, mutta kokonaisuutena rahasto jäi hieman indeksistä vuoden aikana. Usein osakekurssien ja yritysten perustavanlaatuisten tekijöiden välillä ei ole vahvaa yhteyttä lyhyellä aikavälillä. Yritystemme tuloskehitys vuonna 2023 oli hyvä, mutta hieman heikompi kuin vuonna 2022.

Salkunhoitajat:

Harald Nissen

Håvard Opland

Miksi sijoittaa ODIN Global -rahastoon?

Tässä joitakin syitä, miksi sijoittaminen ODIN Global -rahastoon voi olla houkutteleva vaihtoehto:

ODIN Global ei ole rajoittunut sijoituksissaan tiettyyn maantieteelliseen alueeseen, toimialaan tai yrityksen kokoon.

Rahasto pyrkii tunnistamaan ja sijoittamaan yrityksiin, joilla on laadukas liiketoimintamalli, vahva kilpailuasema ja hyvä johto.

ODIN Global noudattaa kurinalaista ja hyväksi havaittua sijoitusfilosofiaa, joka keskittyy yritysten pitkän aikavälin arvonluontiin.

Rahasto tekee suurempia sijoituksia vähäisempään määrään yrityksiä, mikä voi parantaa tuottoja, kun nämä yritykset menestyvät hyvin.

Historiallisesti ODIN Global on ylittänyt vertailuindeksinsä, mikä on osoitus sen sijoitusstrategian tehokkuudesta ja hallintotiimin kyvystä tunnistaa laadukkaita sijoituskohteita.

Rahasto sijoittaa sekä pieniin laatuyhtiöihin, joilla on mahdollisuuksia arvonlisäykseen, että suurempiin yhtiöihin, joilla on ainutlaatuinen globaali markkina-asema ennustettavissa olevan kasvun markkinoilla.

Nämä tekijät tekevät ODIN Global -rahastosta houkuttelevan vaihtoehdon monenlaisille sijoittajille, jotka etsivät pitkän aikavälin kasvua, laadukkaita sijoituksia tai laajaa hajautusta kansainvälisille markkinoille.

Samanaikaisesti yritysten arvostuskertoimet olivat selvästi alhaisemmat vuoden alussa. Yhdistelmä matalia odotuksia, hyvää tuloskehitystä ja näkymät matalammille koroille vuonna 2024 johti hyvään tuottoon osuudenomistajillemme kuluneena vuotena. Vähäisempi suorituskyky suhteessa rahaston vertailuindeksiin johtui suurelta osin alipainosta suurten amerikkalaisten teknologiayritysten osakkeisiin sekä negatiivisesta vaikutuksesta, jonka saimme First Republic Bank -sijoituksestamme.

Positiiviset tekijät

Vuoden 2023 tuotto koostui useista erilaisista liiketoimintamalleista, mutta suurin osa tuotosta tuli teknologia- ja ohjelmistoyrityksiltämme. Yksittäisellä yritystasolla suurimmat tuotot tulivat Constellation Softwaresta, Burford Capitalista ja Microsoftista. Suurin omistuksemme, kanadalainen ohjelmistokonglomeraatti Constellation Software, oli rahastomme suurin positiivinen tekijä. Yritys on saavuttanut vahvan tuloskasvun, joka johtuu vahvasta orgaanisesta liikevaihdon kasvusta ja erinomaisesta pääomien allokoimisesta, kun se on ostanut pieniä ohjelmistoyrityksiä eri toimialoilta. Yritys on nyt erittäin hajautettu ja sillä on satoja tytäryhtiöitä. Lisäksi vahvan tuloskasvun lisäksi Constellationin osake on hinnoiteltu korkealle, kuten monet muutkin ohjelmistoyritykset.

Burford Capital vaikutti myös merkittävästi rahaston tuottoon. Yritys on maailmanlaajuisesti johtava oikeudenkäyntirahoituksen tarjoaja. Pandemia ja suljetut tuomioistuimet viivästyttivät monia Burfordin rahoittamia oikeudenkäyntejä vuosina 2021 ja 2022. Tänä vuonna olemme nähneet "catch-up -vaikutuksen", jossa suuri määrä tapauksia on ratkaistu ja tulot ovat nousseet voimakkaasti. Yhden taloudellisesta näkökulmasta suurimman tapauksen, joka liittyy Argentiinan kiistanalaiseen öljy-yhtiö YPF:ään vuodelta 2012, amerikkalainen tuomioistuin antoi positiivisen päätöksen, ja sen arvellaan olevan Burfordille arvoltaan jopa 6 miljardia dollaria. Koska yrityksen nykyinen markkina-arvo on 3 miljardia dollaria, tämä tapaus on osittain hinnoiteltu vasta osittain osakkeeseen. Uskomme, että osakkeella on edelleen nousuvaraa jäljellä olevissa Burfordin salkun tapauksissa ja että YPF:stä saatava lisäetu on bonus. Myimme osan sijoituksestamme sen voimakkaan kurssinousun jälkeen.

Microsoftin osakekurssi on noussut merkittävästi vuonna 2023. Uskomme, että yrityksen arvostuksen nousu on ansaittu, sillä sen johtava markkina-asema on vahvistunut vuoden aikana. Microsoftilla on vahva asema pilvipalveluissa ja pilvi-infrastruktuurissa, ja tämä markkina jatkaa voimakasta kasvuaan. Tekoälyn integrointi Microsoftin ohjelmistoratkaisuihin vahvistaa markkina-asemaa entisestään. Sijoitusteesimme Microsoftille perustuu vahvaan asemaan kasvavilla markkinoilla. Laajan pilvipohjaisen ekosysteemin avulla, jota tukevat verkostovaikutukset, vaihtokustannukset ja kustannusetujen tuoma kilpailuetu, uskomme Microsoftin olevan ainutlaatuisessa asemassa tulevaisuutta ajatellen.

Negatiiviset vaikuttajat

Niiden joukossa, jotka vaikuttivat negatiivisesti rahaston tuottoon eniten, olivat First Republic Bank, Etsy ja Dollar General.

First Republic Bank erottui selkeästi negatiivisessa mielessä. First Republic joutui pankkikriisin uhriksi, joka iski Yhdysvaltoihin maaliskuussa, kun Silicon Valley Bank (SVB) joutui konkurssiin sijoitettuaan suuria määriä pitkäaikaisiin Yhdysvaltain valtion joukkovelkakirjoihin, jotka olivat laskeneet arvossaan korkojen nousun seurauksena. Olimme omistaneet First Republicin vuodesta 2007 lähtien. Pankki oli tunnettu tiiviistä ja hyvästä asiakaspalvelusta ja oli kasvanut paljon tyytyväisten asiakkaiden suositusten ansiosta. Pankin lainakanta koostui pääasiassa asuntolainoista varakkaille amerikkalaisille, joilla oli korkea luottoluokitus, ja historialliset luottotappiot olivat erittäin alhaiset. First Republicilla oli myös osa pääomastaan sijoitettuna pitkäaikaisiin valtion joukkovelkakirjoihin, mutta huomattavasti vähemmässä määrin kuin SVB:llä. Vertaillessaan Silicon Valley Bankia First Republicilla oli myös paljon monipuolisempi talletuskanta, mutta yksi yhtäläisyys oli, että useilla pankin asiakkailla oli suuria yksittäistalletuksia pankissa ja siten suuri osa pankin talletuksista oli vakuuttamattomia. Heillä oli myös asiakkaita joistakin samoista maantieteellisistä alueista ja luultavasti hieman päällekkäistä asiakaskuntaa. Kun pelko levisi markkinoille Silicon Valley Bankin romahduksen jälkeen, se vaikutti myös First Republicin asiakkaisiin, jotka vetivät varansa pois pankista varmuuden vuoksi. Tämän laajuus tuli selväksi vasta, kun joukko suuria amerikkalaisia

pankkeja, joita johti JP Morgan, joutui injektoimaan 30 miljardia dollaria pankkiin. Tämä johti voimakkaaseen osakekurssin laskuun, ja päätimme myydä osakkeemme, kun konkurssin uhka oli päällä. Pankki päätyi viranomaisten haltuun ja myytiin edelleen JP Morganille, kun taas osakkeenomistajat menettivät kaikki rahansa. Tämän erittäin kalliin sijoituksen tärkein opetus on, että on oltava erittäin varovainen, kun korkeasti velkaantuneilla yrityksillä, kuten pankeilla aina on, on ongelmia. Korkeasti velkaantuneille yrityksille aiheutuvat mahdolliset negatiiviset seuraukset, kuten asiakkaiden joukkopako tässä tapauksessa, ovat huomattavasti laajemmat. Tämä edellyttää, että me sijoittajina toimimme nopeammin, kun ongelmia ilmenee.

Myös Etsyn osakekurssi on ollut heikko viimeisen vuoden aikana. Yritys, joka on johtava kauppapaikka ainutlaatuisille, usein käsintehdyille erikoistuotteille, on kokenut pysähtyneisyyttä voimakkaan kasvun jälkeen pandemian aikana. Tähän on vaikuttanut useita tekijöitä, kuten korkea inflaatio ja kulutuksen siirtyminen takaisin fyysisiin kauppoihin ja palveluihin. Samoin kuin Dollar General, Etsykin huomaa, että kuluttajilla on vähemmän rahaa käytettävissään. Yritys ilmoitti vuoden lopussa suunnitelluista henkilöstövähennyksistä kustannusten vähentämiseksi. Uskomme yhä vahvasti yrityksen mahdollisuuksiin jännittävällä globaalilla e-kaupan alueella.

Otimme Dollar Generalin salkkuun kesäkuussa merkittävän osakekurssin laskun yhteydessä, kun yhtiö raportoi heikosta tuloksesta. Yhtiö käy vaikeita aikoja läpi painetun amerikkalaisen kuluttajan kanssa. Mielestämme nämä haasteet ovat väliaikaisia, ja pidimme niitä hyvänä mahdollisuutena rakentaa asemaa yrityksessä, joka on tuottanut pitkään hyvää arvoa ja jolla on hyvät pitkän aikavälin kasvunäkymät. Emme kuitenkaan onnistuneet ajoittamaan pohjaa, ja osake laski edelleen kesän aikana. Se antoi meille mahdollisuuden ostaa lisää osakkeita halvemmalla hinnalla, mutta silti osake päättyi negatiiviseksi vaikuttajaksi rahaston tuoton osalta.

Muutokset rahastossa

Olemme ottaneet rahastoon kolme uutta yritystä tänä vuonna ja myyneet pois kolme yritystä. Helmikuussa otimme mukaan hollantilaisen Wolters Kluwerin. Yritys myy tietopalveluita ja ohjelmistoja erikoistuneille ammattikäyttäjille kansainvälisillä erikoismarkkinoilla. Loppumarkkinat ovat suhteellisen vakaat ja ne voidaan jakaa verotus- ja kirjanpitopalveluihin, terveydenhuoltoon ja lääketieteeseen, riskienhallintaan ja noudattamispalveluihin sekä oikeudellisiin palveluihin. Yritys on käynyt onnistuneen muutoksen vaiheen jakelusta fyysisten julkaisujen toimittajasta digitaaliseksi tiedon tarjoajaksi ja ohjelmistotoimittajaksi. Woltersilla on monia niistä ominaisuuksista, joita etsimme ohjelmistoyrityksiltä. Heidän tarjoamansa tieto ja ohjelmisto ovat integroituja ja välttämättömiä osa asiakkaiden työprosessia. Tämä lisää vaihtokustannuksia, mikä näkyy pitkinä asiakassuhteina. Vaikka Woltersin tuotteet muodostavat tärkeän osan asiakkaiden työprosessista, niiden käytön kustannukset ovat yleensä vain muutama prosentti asiakkaiden kustannuspohjasta.

Kesäkuussa otimme mukaan amerikkalaisen vähittäiskauppaketjun Dollar Generalin. Dollar General on matalahintainen konsepti, joka myy pääasiassa kulutustavaroita, kuten elintarvikkeita ja kodintarvikkeita, mutta myös lahjatavaroita, vaatteita jne. Dollar Generalilla on ainutlaatuinen konsepti, joka koostuu suhteellisen pienistä myymälöistä, joissa on rajoitetumpi valikoima tuotteita kuin monilla suurilla kilpailijoilla. Myymälät sijaitsevat pääasiassa vähemmän tiheästi asutuilla alueilla, joissa vaihtoehtoja asiakkaille on usein vähemmän, ja Dollar General voi tarjota lähellä sijaitsevan ja saavutettavan vaihtoehdon. Standardoidut myymälät ja rajoitettu tuotevalikoima tekevät myymälöiden perustamisesta ja käyttämisestä helppoa. Tämä johtaa siihen, että uudet myymälät saavuttavat nopeasti korkean kannattavuuden. Dollar General suuntaa alhaisen tulotason kuluttajiin, joiden vuotuinen kotitalouden tulo on noin 40 000 dollaria. Nämä ovat usein asiakkaita, jotka ostavat pieniä määriä, ei suuria eriä, kuten suurissa tavarataloissa, kuten Walmart. Tämä tarkoittaa, että yksikköhinta on usein alhainen, mutta hinta per kilo/litra on korkeampi. Huonompina aikoina useammat kuluttajat kääntyvät Dollar Generalin kaltaisten konseptien puoleen, mikä tekee konseptista hieman vastasyklisen.

Vuoden lopussa otimme mukaan brittiläisen Bunzl-yhtiön. Tämä on yritys, jonka tunnemme erittäin hyvin, koska olemme omistaneet sen osakkeita aiemmin. Bunzl on jakeluyritys, joka toimittaa erilaisia kulutustavaroita

yritysasiakkaille yli 30 maassa maailmanlaajuisesti. Asiakkaita ovat ravintolat, koulut, hotellit, supermarketit ja sairaalat. Esimerkkeinä tuotteista, joita Bunzl toimittaa, ovat servietit, kertakäyttöaterimet, hanskat, pahvimukit, työvaatteet, hygienia- ja puhdistustuotteet sekä muut kulutustavarat. Nämä ovat yksinkertaisia tuotteita, mutta asiakkaalle hankintojen, jakelun ja logistiikan hoitaminen voi olla monimutkaista ja kallista. Tuotekustannus on vain jäävuoren huippu. Kulutustavaroiden varastointi aiheuttaa myös kustannuksia varastotilassa ja työtunneissa. Suuret toimittajat eivät yleensä tarjoa hyviä hintasopimuksia, ja paljon "kuollutta" pääomaa sitoutuu varastoon. Siksi on suuri syy ulkoistaa tämäntyyppiset palvelut toimittajalle, kuten Bunzlille. Näemme selkeän kasvutrendin ulkoistamisen laajentumisessa ja niiden markkinoiden lisäkonsolidoinnissa, joilla he toimivat. Yhtiöllä on johdonmukainen historia 10 prosentin vuotuisesta tuloksen ja osingon kasvusta viimeisten 30 vuoden aikana.

Maaliskuussa myimme koko osuutemme First Republicista, kuten aikaisemmin raportissa mainittiin.

Kesäkuussa myimme koko positiomme yhdysvaltalaisessa alumiinipakkausten valmistajassa, Ball Corporationissa. Myyntistrategiamme perustui siihen, että yhtiön pääomaa vaativa liiketoimintamalli tulisi olemaan vaikeampi korkeamman inflaation maailmassa, koska pääomaa tarvitsisi jatkuvasti uusia korkeampiin hintoihin. Ball sijoitti myös paljon vastatakseen pandemian aikana kasvaneeseen kysyntään. Se johti lisääntyneeseen velkarahoitukseen ja siten suurempaan taloudelliseen riskiin liiketoimintamallissa.

Joulukuussa myimme osuutemme irlantilaisesta Kerry Group -ainesyhtiöstä. Tämä merkitsee luopumistamme yhtiöstä, jota olemme omistaneet pisimpään ODIN Global -rahastossamme. Ostimme ensimmäiset osakkeemme Kerryssä kesäkuussa 2009. Siitä lähtien osakekurssi on noussut yli 400 prosenttia. Viime vuosina Kerry on kuitenkin tuottanut heikompia tuloksia kuin olemme tottuneet, ja olemme pettyneitä organisaation kasvun ja pääomien allokaation suhteen. Suhteellisen kalliit yritysostot, jotka eivät ole tuottaneet odotettua kasvua, ovat asettaneet painetta pääoman tuotolle. Siksi päätämme jättää Kerryn taaksemme.

Vuoden lopussa salkussamme oli 29 yritystä.

Näkymät

Valitessamme yrityksiä salkkuun tarkastelemme paljon pidemmälle kuin seuraavan 12 kuukauden ajanjakso. Pitkällä aikavälillä yritysten tuloksellisuus ajaa osakekurssien kehitystä, kun taas lyhyemmällä aikavälillä osakekursseja ohjaavat markkinoiden odotusten muutokset tai yleinen markkinasentimentti. Pyrimme siksi sijoittamaan salkkumme vahvoihin pitkäaikaisiin trendeihin investoimalla yrityksiin, jotka ovat kyenneet hyödyntämään näitä trendejä ja rakentamaan vahvoja markkina-asemia, jotka pitävät kilpailijat loitolla. Yksi esimerkki salkkumme yritysten altistumisesta trendeille on digitalisaatio ja sen tuomat valtavat tuottavuushyödyt maksupalveluista uusien tuotteiden suunnitteluun, kehittämiseen ja testaamiseen. Tekoälyllä on potentiaalia nostaa digitalisaation tuottavuushyödyt vielä korkeammalle tasolle.

Olemme myös sijoittaneet yrityksiin, jotka hyötyvät terveysteknologian ja uusien lääkkeiden kehityksen trendistä, mikä on tarpeen maailmassa, jossa väestö ikääntyy ja elintapasairauksien esiintyvyys kasvaa.

Energiatehokkuus, tuottavuuden parantaminen ja materiaalin tehokkaampi käyttö ovat trendejä, jotka ohjaavat monien teollisuusyritystemme kysyntää. Haluamme sijoittaa yrityksiin, jotka toimivat kasvavilla markkinoilla ja samalla kykenevät uudelleensijoittamaan voittonsa innovaatioon, pääomasijoituksiin tai yritysostoihin ja siten saavuttamaan lisää kannattavaa kasvua markkinoiden kasvun ylittäen. Kuten aina korostamme, emme yritä ennustaa makrotalouden kehitystä ja sijoittaa sen perusteella. Mutta tiedämme, että maailma muuttuu jatkuvasti ja yritystemme on käsiteltävä uusia haasteita, mikä on ollut erityisen selvää COVID-19-pandemian puhkeamisen jälkeen vuonna 2020.

Nyt kun uusi vuosi on edessä, olemme tietoisia siitä, että myös tämä vuosi tuo haasteita maailmantaloudelle ja yrityksillemme. Tehtävämme on varmistaa, että olemme sijoittaneet vahvoihin yrityksiin, joita johtavat pätevät johtajat, joilla on terveet ja kestävät yrityskulttuurit ja ennen kaikkea, jotka ovat taloudellisesti vahvoja. Toivomme maailmaa, jossa inflaatio ja korot ovat matalampia vuonna 2024, ja tietysti myös vahvaa maailmantalouden kasvua. Onko tämä mahdollista, aika näyttää. Tärkeintä meille on kuitenkin, että yrityksemme jatkavat markkina-asemiensa puolustamista ja hyödyntävät kasvumahdollisuuksia, jotka he näkevät omilla markkinoillaan. Viime aikojen voimakkaat korkojen laskut tarjoavat syytä optimismiin, samalla kun on tärkeää olla realistisia odotuksissaan suhteessa osakemarkkinoiden arvostukseen, joka on noussut voimakkaan osakekurssien kehityksen myötä.

ODIN Rahastot
Kluuvikatu 7, 00100 Helsinki
Puhelin: 09 4735 5100
Faksi: 09 4735 5101 Sähköposti: info@odin.fi www.odin.fi
Y-tunnus: 1628289-0
Yritys on ODIN Forvaltning AS:n kokonaan omistama tytäryhtiö

ODIN Fonder
Glogatan 7, 00100 Helsingfors
Telefon: 09 4735 5100
Fax: 09 4735 5101 E-mail: info@odin.fi www.odin.fi/se
Organisationsnummer: 1628289-0
Bolaget är ett helägt dotterbolag av ODIN Forvalting AS