

ÅRSKOMMENTAR 2022

Fondens och marknadens utveckling

Efter de senaste årens relativt goda resultat ligger ODIN Europa efter sitt jämförelseindex för 2022. Huvudförklaringen bakom underprestationen ligger i den rotation vi sett från kvalitetsaktier med goda tillväxtpotentialer (som vi investerar i) till att värdera aktier med svagare tillväxtpotentialer och tillhörande lägre prislappar. Detta har drivits av en förändring i inflation och ränteförväntningar bland globala investerare. Aktiekurserna i växande företag har drabbats hårdare av detta, eftersom högre avkastningskrav har minskat nuvärdet av framtida avkastning. Vi har inte heller investerats i råvarubolag, som har tjänat på stigande råvarupriser.

Den underliggande resultatutvecklingen i de bolag vi äger har varit mycket god. Under korta perioder kan det finnas skillnader mellan vad företagen levererar när det gäller vinsttillväxt och deras aktiekurs. Så har det varit under 2022. Över en längre period kommer avkastningen att följa vinstutvecklingen i bolagen.

ODIN Europa är en aktivt förvaltd fond som skiljer sig markant från index. Det innebär också att avkastningen i perioder kommer att avvika avsevärt från avkastningen på den europeiska aktiemarknaden. Även om vi är missnöjda med avkastningen förra året, och avvikelser från index sällan är stora, ligger den inom vad som kan förväntas under ett enskilt år. För att slå index över tid måste man avvika avsevärt från index, och därför är perioder av underprestation en biprodukt av en strategi för att uppnå långsiktig överavkastning.

Vi har en stor tilltro till de bolag vi investerat i. Så länge de fortsätter att leverera bra siffror kommer börsen över tid att belöna det med stigande kurser och god avkastning för våra andelsägare.

Bidragsgivare

Positiva bidragsgivare

Bästa bidragsgivare 2022 är brittiska **Beazley**. Vår investeringstest när vi investerade i bolaget 2020 har i år börjat ge effekt. Efter flera år av stora naturkatastrofer och pandemin har försäkringspriserna nu börjat gå upp. Dessutom ser vi en god volymtillväxt, särskilt inom cyberförsäkringar. Bolagets förlust- och kostnadsprocent har nu sjunkit till under 90 – en lönsamhetsnivå som är hög i förhållande till övriga skadeförsäkringsbolag. Förklaringen bakom lönsamheten och tillväxten ligger i deras starka position inom komplexa och specialiserade försäkringar där konkurrensen är mindre. Företaget drar nu också nytta av högre räntor genom sin investeringsportfölj.

På andra plats hittar vi danska **Novo Nordisk**. Företaget är ledande inom läkemedel mot diabetes, fetma och hemofili. Nyckeln till Novo Nordisk's långsiktiga framgång ligger i kontinuerlig forskning och förbättring av befintliga läkemedel, eftersom läkemedelsföretag vanligtvis bara har exklusiva rättigheter till dessa under de första 20 åren. I genomsnitt lägger företaget 12 procent av omsättningen på forskning och utveckling. Bolaget har levererat starka resultat under 2022 och vi tror att de kan fortsätta under 2023. Prissättningen av aktien har stigit avsevärt under 2022, vilket ökar prisrisken för aktien.

Annars har aktierna i våra defensiva konsumentbolag, som Henkel, Reckitt Benckiser, EssilorLuxottica och Bunzl, hållit emot relativt bra.

Negativa bidragsgivare

Tittar man på de största negativa bidragsgivarna så är den gemensamma nämnaren att det är mindre bolag (som oftast har det svårare i en nedgång) och att en viktig del i deras tillväxtstrategi har varit konsolidering och förvärv. Dessutom prissattes många av dessa högt mot slutet av 2021. Flera av förra årets vinnare har helt enkelt blivit årets förlorare.

Teleperformance har bidragit mest negativt i år. Teleperformance rapporterade mycket bra siffror i början av november och ökade sina förväntningar för resten av 2022. Några dagar senare meddelade dock Colombias biträdande arbetsmarknads-

Förvaltare:



Håvard Opland



Robin Øvrebo

Varför investera i fonden?

ODIN Europa består av solida företag med starka positioner på marknader som kommer att växa på sikt. Företagen i fonden har låga skulder, vilket är en klar fördel i nuläget. Fondens storlek möjliggör investeringar i mindre företag som tenderar att förbises av de större aktörerna. Fonden har ett mycket lågt koldioxidavtryck och har ett bra resultat på ESG.

Huvuddelen av fonden investeras i företag där grundaren eller familjen fortfarande finns kvar på ägarsidan. Familjeföretag har över tid visat att de kan skapa långsiktigt aktieägarvärde och överavkastning. Europa som region framstår som relativt attraktivt prissatt. Politisk volatilitet de senaste åren har fått många investerare att vända ryggen till den europeiska börsen. Om vinden vänder finns det ett betydande kapital som kommer in på marknaden igen.

Hur är fonden positionerad?

ODIN Europa har en liten övervikt i defensiva affärsmodeller. Fonden är inriktad på starka och relativt förutsägbara trender som en åldrande befolkning, ökat välstånd i framväxande ekonomier, outsourcing, digitalisering, automatisering och klimateffektivitet. Företagen är noterade på de stora europeiska börserna, men slutmarknaderna är globala (60 procent av försäljningen utanför Europa). Fonden är koncentrerad till 31 företag och tar stora avvikelser från index.

[Läs om ODIN-modellen här >>](#)

minister på Twitter att myndigheterna genomför en utredning av företaget för eventuella brister relaterade till bland annat anställdas rätt att fackligt organisera sig. Bolaget har genomfört en intern utredning och inte funnit några väsentliga brister. De har också inlett en dialog med de colombianska myndigheterna och landets största fackförening och nått en överenskommelse med den. Vi har ökat vår position i bolaget, men kommer att följa bolaget noga under den kommande tiden när det gäller de här frågorna.

IMCD har under de senaste fem åren varit en av de största bidragsgivarna till fondens avkastning, men situationen har vänts upp och ner under 2022. Företaget distribuerar ingredienser och specialkemikalier. Trots den svaga aktiekursen har underliggande siffror och utveckling visat att affärsmodellen är stark och står sig väl i en hög inflationsmiljö. Samtidigt kommer en stor del av deras försäljning från defensiva slutmarknader som näring, läkemedel, hygien och wellness. Bolaget har en stark balansräkning och kommer sannolikt att använda en stor del av sitt kassaflöde i mer attraktiva förvärv till mer attraktiva priser under 2023.

Ändringar i portföljen

Köp

Vi har inte gjort några större förändringar i fonden i år och är fortsatt trogna vår långsiktiga investeringsstrategi. Marknaden har erbjudit en del möjligheter som vi har tagit. Vi har tagit in två nya bolag - brittiska Halma och franska Eurofins Scientific.

Halma verkar inom 42 affärsområden där det gemensamma målet är att skapa en säkrare, renare och friskare värld. Förvärv är en viktig del av bolagets strategi. Här har företaget en historia som få företag kan matcha. Vi tror att bolaget kan fortsätta sin starka tillväxttrend genom organisk tillväxt och ytterligare förvärv av högkvalitativa små och medelstora bolag. Företaget har också en unik företagskultur. Vi tror att Halma är ett företag som kan dra nytta av hållbara trender inom hälsa, säkerhet och energieffektivitet. Företaget har en mycket kapitallett och decentraliserad affärsmodell, vilket gör dem anpassningsbara.

Eurofins Scientific är ett laboratorie- och testföretag med globalt ledande positioner inom livsmedel, foder och miljö. Under de senaste åren har de expanderat till nya nischer inom klinisk diagnos och biofarmaci. Eurofins drivs av grundaren och vd:n Gilles Martin, som äger runt 30 procent av bolaget. Förvärv har spelat en viktig roll i bolagets tillväxtstrategi och kommer att fortsätta att göra det. Bolaget har ägnat de senaste 10 åren åt att konsolidera stora delar av marknaden. Marknaden är fortfarande mycket fragmenterad och vi ser stora tillväxtpotentialer, särskilt i Asien. Företaget har tjänat mycket på covid-tester de senaste åren - intäkter som nu sannolikt kommer att falla bort. Vi baserar inte vår värdering på covid-relaterade intäkter, utan ger vika för den goda organiska tillväxten inom övriga affärsområden.

Försäljning

I oktober sålde vi franska Alten. Alten är ett ledande franskt konsultföretag med rötter inom forskning och utveckling samt IT. Företaget byggdes av en av Frankrikes mest framgångsrika entreprenörer, Simon Azoulay. Aktien har varit en stark bidragsgivare till fonden under flera år. Företaget har flaggats av ISS för inblandning i ett franskt kärnvapenförsvarsprogram. Det är oklart hur kritiskt Altens deltagande i detta är, men med tanke på våra strikta riktlinjer för kritiska komponenter i kärnvapen beslutade vi att avyttra bolaget.

I april sålde vi det tyska däck- och teknikföretaget Continental. Vi trodde tidigare att underleverantörer till fordonsindustrin skulle vara mer konkurrenskraftiga med mer långsiktiga fördelar att luta sig mot. Detta har visat sig vara en felbedömning från vår sida, och dessutom har hela sektorn upplevt utmaningar på grund av övergången till elbilar. Vi tror inte på någon nära förestående återhämtning, varken för bolaget eller de slutmarknaderna där de är verksamma.

Utsikter

Samtidigt förra året skrev vi att den ekonomiska bakgrunden präglades av stor turbulens och osäkerhet. Detsamma kan sägas i år. Utmaningarna radas upp: Höga energi- och råvarupriser drivet av bland annat kriget i Ukraina, generellt hög inflation med tillhörande stigande räntor och ränteförväntningar, bräckliga leveranskedjor, som inte har förbättrats av nya nedstängningar i Kina. Recessionsrisken globalt är också högre än på länge.

Vi tror att världsekonomin kommer att behöva brottas med inflation och högre räntor under en tid framöver. Detta är i allmänhet inte positivt för aktier. Hur mycket av detta som redan har prissatts är svårt att säga, men förmodligen en hel del. Kom ihåg att detta är gamla nyheter och inte något som kommer att komma ut på marknaden. Resultatet kan också bli bättre än befarat.

Även om det är hopplöst att säga något bestämt om utvecklingen på aktiemarknaden de kommande tolv månaderna kan vi med säkerhet säga att fonden har blivit betydligt billigare än när vi skrev årsredovisningen vid samma tidpunkt förra året. Fonden prissätts idag till en pris/vinstmultipel på 15 gånger - 30 procent lägre än för ett år sedan. Vi tror att detta är attraktivt med tanke på den kvalitet och långsiktiga tillväxtpotentialer som fondens bolag erbjuder.

De flesta företag kommer sannolikt att möta mer utmanande tider, särskilt om vi går in i en lågkonjunktur. Vi tror dock att vi har satt ihop en portfölj av bolag som kommer att stå sig relativt bra. Företag som har starka och hållbara marknadspositioner. Företag som är exponerade mot strukturella tillväxt drivare och kan växa lönsamt över tid utan att använda en massa skulder. Vi tror också att våra bolags marginaler och avkastning på kapital är väl skyddade mot inflation, vilket vi har sett bevis på under 2022. De flesta har levererat marginaler i linje med eller

över våra förväntningar. Detta är ett bevis på att företagen har en prissättningskraft och differentierade produkter och tjänster. Vi kommer att fortsätta med vårt långsiktiga fokus

och kommer inte att försöka tjäna marknaderna i hopp om kortsiktig vinst. Om våra bolag håller den kvalitet vi tror att de är kommer detta att belönas med god avkastning över tid.

Med önskan om ett bra investeringsår 2023!