

ÅRSKOMMENTAR 2022

Året summerat

Till skillnad från 2021 blev 2022 ett svagt år för ODIN Global. Året kom att präglas av ett flertal chocker – en hög och ihållande inflation, vilket resulterade i att världens centralbanker tvingades höja sina styrräntor rejält, ett krig i Ukraina som ökade de geopolitiska spänningarna, och en energikris i Europa. På börsen såg vi en kraftig rotation från högre värderade kvalitetsbolag som värderas utifrån ett förväntat långsiktigt högt värdeskapande, till lägre värderade aktier som värderas utifrån lägre förväntningar på framtida värdeskapande. Den främsta anledningen till rotationen stavas högre räntor, vilket innebär att framtida intäkter bör diskonteras till en högre ränta som därmed få ett lägre nuvärde.

Vi äger flest bolag i den första kategorin, det vill säga bolag som visat förmåga att skapa värde över tid, och som förväntas fortsätta att skapa värde. För ODIN Global var 2022 ett år med stora skillnader mellan kursutvecklingen i våra bolag, som var negativ, och det underliggande värdeskapandet i bolagen som var positivt. På kort sikt utvecklas aktiekurserna baserat på förändringar i framtida förväntningar. Men under 2022 drev ändrade förväntningar om räntenivåerna aktiekurserna, inte den underliggande resultatutvecklingen. Under 2022 uppvisade bolagen i ODIN Global generellt en stark omsättningstillväxt, relativt stabila eller ökande marginaler, och därmed en solid vinststillväxt.

ODIN Global är en fond som skiljer sig väsentligt från index i sin sammansättning. Det innebär att avkastningen i perioder kommer att avvika avsevärt från avkastningen från ett globalt aktieindex. Fondens historiska överavkastning består av många perioder med betydande överavkastning och perioder med betydande underavkastning. Även om vi är mindre nöjda med utveckling i 2022 ligger utfallet inom vad vi kan förvänta oss från en fond som avviker så pass mycket från globalindex som ODIN Global gör. En förutsättning för att kunna prestera bättre än index över tid är att avvika. Kortare perioder av underprestation är därför en biprodukt av en strategi för att uppnå långsiktig överavkastning

Bidragsgivare till fondens avkastning

Kursutvecklingen för bolagen i fonden påverkades till stor del av marknadens kraftiga rotation från högre värderade kvalitetsbolag till lägre värderade aktier med lägre förväntad tillväxt, samt en rotation från fjolårets vinnare till fjolårets förlorare. Samtidigt sticker vissa aktier ut, både i positiv och negativ bemärkelse baserat på bolagsspecifika faktorer.

Fondens bästa bidragsgivare under fjolåret var det brittiska specialförsäkringsbolaget **Beazley**, som vi tog in i fonden i början av 2021. Bolaget hade då gått igenom en svag period med höga kostnader till följd av flera år av stora naturkatastrofer samt coronapandemin. Vår tes var att trenden på Beazleys försäkringsmarknader skulle vända i en positiv riktning, och vi fick rätt. En stark ökning av försäkringspremierna, lägre försäkringsförluster och särskilt stark tillväxt inom cyberförsäkringar, där Beazley är en ledande aktör, har bidragit till stark vinststillväxt och god kursutveckling både under både 2021 och 2022.

Fondens näst bästa bidragsgivare är indiska **HDFC Bank**. HDFC var en av de svagare bidragsgivarna under 2021, men efter att banken visat att den klarat sig bra genom hela pandemin, både i form av relativt låga kreditförluster och fortsatt stark tillväxt i antalet kunder, återhämtade sig aktiekursen under 2022.

På tredje plats finner vi amerikanska **Etsy**, som vi efter ett rejält fall i kursen passade på att ta in i början av 2022. Även om vi var lite tidiga, och aktien föll ytterligare efter att vi köpt in oss, vände den sedan upp igen och avslutade året med ett positivt bidrag till fondens avkastning.

Förvaltare:



Harald Nissen



Håvard Opland

Varför investera i fonden?

ODIN Global är en indexoberoende fond utan begränsningar gällande geografi, sektorer eller bolagsstorlek. Fonden förvaltas enligt vår disciplinerade och beprövade investeringsfilosofi ODIN-modellen som fokuserar på långsiktigt ägande i hållbara kvalitetsbolag som kan växa lönsamt över tid, utan för mycket skulder. ODIN Global består av en koncentrerad portfölj av kvalitetsbolag med stor avvikelse från index.

Hur är fonden positionerad?

Fondens storlek möjliggör investeringar i mindre bolag. Vi tror på högre avkastning i små kvalitetsbolag och har därför en stor andel av fonden investerad i dessa. Förutom att vara positionerade för starka och förutsägbara tillväxt drivare är förvärv en viktig värde drivare för många av våra decentraliserade affärsmodeller. Dessutom har vi investerat i ett antal stora företag med unika globala marknadspositioner på marknader med förutsägbar tillväxt.

[Läs om ODIN-modellen här >>](#)

Bland de bolag som bidragit mest negativt till fondens avkastning finner vi holländska **IMCD** som är en av fondens största positioner och som var fondens bästa bidragsgivare under 2021. IMCD har fortsatt att leverera mycket starka resultat under 2022. Å andra sidan har prismultipeln för aktien, som var hög när vi gick in i 2022, halverats, i linje med högre räntor och utsikterna för en svagare makroekonomisk utveckling framöver.

Svenska **Lifco** var den tredje bästa bidragsgivaren 2021. Vinsttillväxten har varit solid även under 2022, men aktiekursen har ändå fallit rejält och bolaget blev en av fondens svagaste bidragsgivare under året. Både IMCD och Lifco var bolag som vi sålde av under flera tillfällen 2021, givet att prissättningen på aktierna steg oproportionerligt. Så här i efterhand borde vi ha minskat dessa positioner betydligt mer. Även om vi gärna vill äga våra bolag "för evigt", så länge de fortsätter växa lönsamt, är vi öppna för att sälja eller minska innehaven i perioder där värderingen drar i väg mer än vinsttillväxten.

Irländska **DCC**, som är en distributör av energi-, hälsovårds- och teknikprodukter, bidrog också väsentligt negativt till fondens avkastning. DCC är för närvarande en av de lägst värderade aktierna i fonden, prissatt till mindre än nio gånger vinsten och med en direktavkastning på nästan fem procent. Vi anser inte att det återspeglar bolagets värdeskapande potential då DCC historiskt har skapat stora värden genom förvärv av mindre bolag kombinerat med underliggande organisk tillväxt. Även under 2022 gjorde DCC betydande förvärv inom hälsa och förnybar energi vilket borde gynna aktiekursen framgent.

Förändringar i fonden

Under året har vi tagit in fyra nya bolag och sålt fyra. I februari köpte vi aktier i ovan nämnda **Etsy** som driver en marknadsplats - etsy.com - där privatpersoner och småföretag säljer handgjorda, hemlagade och anpassade produkter i en mängd olika produktkategorier, såsom möbler, dekoration, kläder, samlarobjekt och liknande. Vår investeringstest baserar sig kortfattat på bolagets starka och växande nätverkseffekter samt deras unika varumärkesposition som särskiljer dem från konkurrenterna. Som ett exempel uppger hela 88 procent av köparna på etsy.com att de där hittar produkter som de inte hittar någon annanstans. Under pandemin exploderade Etsys tillväxt, men även om den har fallit tillbaka i efterdyningarna stärkte pandemin bolagets position. Med tanke på att nätverket har expanderat i både antalet säljare och köpare har det därmed blivit mer värdefullt för båda parter. Genom att driva en plattform som matchar köpare och säljare kan företaget växa utan att behöva använda speciellt mycket kapital. Vi förväntar oss därför att rörelsemarginalerna kommer att öka över tid när nätverket skalas och fasta kostnader som andel av intäkterna faller.

I februari investerade vi i amerikanska **Intercontinental Exchange (ICE)**, som också är en affärsmodell med starka nätverkseffekter. ICE äger ett antal börser för handel med aktier och derivat för energi, räntor, aktier och olika råvaror. För att optimera likviditet och prissättning ligger det i både köparens och säljarens intresse att handeln med värdepapper är koncentrerad till en handelsplats. ICE tjänar pengar på transaktionsbaserade avgifter på varje enskild handel. De får dessutom intäkter från försäljning av prisdata samt annan information som genereras på de börser de äger. De olika marknadsaktörerna är helt beroende av den data som genereras via ICE plattformar för sin prissättning och riskhantering. Försäljningen av data skapar därför en stadig ström av intäkter med hög marginal för ICE. Bolaget leds av Jeffrey Sprecher, som också grundade ICE år 2000, då han skapade en helt ny marknadsplats för energiavtal.

I juni tog vi in det schweiziska läkemedels- och diagnostikföretaget **Roche**. Under de kommande åren kommer världens befolkning att åldras och åldersrelaterade sjukdomar som cancer och Alzheimers kommer att vara vårt största hot mot en god ålderdom. Roche är världsledande inom cancerforskning och läkemedel, en position som de har försvarat i flera år genom branschledande forskning och utveckling. De senaste åren har bolaget blivit alltmer diversifierad och ledningen har dessutom på ett imponerande sätt ersatt förlorad försäljning från läkemedel som patenterats med nyutvecklad. Inträdeshindren är dessutom stora inom biologiskt tillverkade läkemedel, som i dag står för 80 procent av försäljningen, vilket minskar riskerna. Vi gillar också bolagets långsiktiga fokus och deras förnuftiga kapitalallokering. För att finansiera förvärvet av Roche sålde vi det amerikanska industribolaget **IDEX** vilket minskade fondens cykliska exponering något.

Efter att aktien halverats passade vi i november på att ta köpa in oss i det amerikanska kvalitetsbolaget **Edwards Lifesciences**. Edwards, som är världsledande inom behandling av strukturella hjärtproblem, har 70 procent av marknaden för kateterbaserade aortaklaffoperationer (TAVR). Bara i USA har 1,3 miljoner människor det dödliga tillståndet aortastenosen varav endast tio procent behandlas. Genom årtionden av forskning och utveckling har Edwards stadigt förbättrat sin teknik, vilket gör att fler människor kan behandlas med låg sannolikhet för komplikationer. Vi bedömer att Edwards har många år av hög tillväxt framför sig, både inom TAVR, men också inom behandlingsmetoder för andra typer av strukturella hjärtproblem. Bolaget är extremt väl positionerat och lönsamt med bruttomarginaler på cirka 75 procent och en avkastning på eget kapital på över 30 procent.

Under 2022 sålde vi den kanadensiska restaurangoperatören **MTY Food Group**. MTY har historiskt gjort kontinuerliga förvärv av olika franchisekoncept, vilket drivit tillväxt och lönsamhet. Men när vi under fjolåret såg allt fler tecken på att förvärvstakten mattades på grund av höga

värderingar, samtidigt som skuldbördan ökade mer än vi var bekväma med, valde vi att sälja.

I oktober sålde vi amerikanska **HEICO Corporation**. Bakgrunden är att det kom till vår kännedom att ett av HEICO:s dotterbolag har en produkt som används i interkontinentala missiler med kärnstridsspetsar. Vi har varit i kontakt med flera experter på området för att belysa frågan och huruvida produkten kan karakteriseras som kritisk och uteslutande gjord för kärnvapen kan diskuteras. Även om slutsatsen inte är entydig valde vi att avyttra bolaget med tanke på våra strikta etiska riktlinjer kring kontroversiella vapen som innebär att vi exkluderar bolag som säljer kritiska komponenter till kärnvapen.

Trots att vi fortfarande gillar bolaget och anser att framtidsutsikterna är intressanta valde vi i november att sälja hela vårt innehav i **Amazon**. Bakgrunden är att vår investeringstes förändrats då värderingen av aktien återspeglar en för hög förväntan om fortsatt stark och lönsam tillväxt. När vi tog in Amazon under första halvåret 2020, efter ett fall i aktien under den initiala pandemi-chocken på börserna, var successivt ökade marginaler och ett förbättrat kassaflöde en viktig del av vår investeringstes. Men lönsamheten har inte utvecklats som tänkt. Stora investeringar genom pandemin har resulterat i överkapacitet, som kommer att ta lång tid att absorbera, och värderingen innebär fortsatt en hög förväntan om hög tillväxt på topplinjen och växande marginaler. Vi anser att dagens värdering lämnar för lite utrymme för vinsttillväxten så att den i slutänden riskerar att bli betydligt svagare än vad vi sett historiskt. Att bolagets grundare Jeff Bezos har avgått som vd och tagit en mycket mer tillbakadragen roll i bolaget är också något som vi ser som negativt. Slutligen finns det en ESG-risk i bolaget, både relaterad till arbetsförhållandena vid Amazons lager och till deras marknadsdominerande ställning, som vi anser inte är tillräckligt prissatt i den aktuella aktiekursen.

Vi avslutade året med 29 bolag i fonden.

Utsikter

Vi skrev i början av förra året att vi återigen går in i ett år med många osäkerheter hängande över oss. Detsamma kan sägas även för i år. Om det för ett år sedan fanns hopp om att inflationen skulle kunna bli kortvarig, bekräftade 2022 att så inte var fallet. Frågan i år är vilken effekt räntehöjningarna tänkta att kväva inflationen kommer att ha på den ekonomiska aktiviteten.

Centralbankerna har signalerat att de är villiga att hålla räntorna höga så länge som det krävs för att strypa inflationen vilket troligtvis kommer att dämpa den ekonomiska tillväxten. Men om det kommer att leda

världsekonomin in i en lågkonjunktur och i så fall till vilken grad är svårbedömt. Svårbedömt är också om centralbankerna vänder så fort det finns tecken på betydande negativa effekter av räntehöjningarna eller om de håller kursen så länge inflationen ligger över målet på två procent.

Vad vi däremot vet är att bolagen har fortsatt att leverera men att de nu prissätts betydligt lägre än i slutet av 2021. Värderingen av kvalitetsaktier med goda tillväxtutsikter har också blivit lägre i förhållande till lågt värderade aktier med lägre tillväxtförväntningar vilket bådär gott för framtiden. Det finns så klart fortfarande utrymme för negativa överraskningar, och vi kan aldrig veta när botten på aktiemarknaden inträffar, men i ett långsiktigt perspektiv kan det vara vettigt att nu börja fasa in pengar i aktiemarknaden. Det är också i tider som domineras av negativa nyheter och dystra förutsägelser som nya tecken på positiv utveckling kommer att ha en stor positiv effekt på aktiemarknaden.

ODIN Global har en portfölj av vad vi anser vara kvalitetsbolag. I korthet innebär det att bolagen har starka marknadspositioner som gör att de kan uppnå höga marginaler på sina produkter och tjänster. De har också visat historiskt att de kan öka sin omsättning över tid samt skapa tillväxt genom att sälja sina produkter och tjänster till strukturellt växande marknader genom att kapitalisera på starka, långvariga trender som digitalisering, energieffektivitet, ökad efterfrågan på hälso- och sjukvårdstjänster etc. Samtidigt tar de marknadsandelar från sina konkurrenter, eftersom deras kunder tycker att de har bättre produkter och service. Vi är även investerade i många bolag som växer genom konsolidering, det vill säga de köper små, ofta privatägda bolag till attraktiva värderingar, vilket skapar en god avkastning på investerat kapital över tid.

Även om de här bolagen inte är immuna mot en ekonomisk avmattning så har de senaste tre åren visat att det är bolag som kan skapa värde även i extremt utmanande marknadsförhållanden. Vi är således investerade i bolagen för deras långsiktiga värdeskapande potential. Efter årets nedvärdering är portföljen nu mycket attraktivt prissatt givet förutsättningarna för framtida lönsam tillväxt. Portföljen är också solid vad det gäller en låg skuldkvot samt har en låg ESG-risk, vilket är något vi prioriterar. Vår syn på framtiden för våra bolag och för deras förmåga att skapa värde för våra andelsägare över tid är därför positiv.

Med önskan om ett bra investeringsår,

Håvard Opland och Harald Nissen