

ÅRSKOMMENTAR 2022

Fonden och marknadsutvecklingen

Efter ett antal goda år på den nordiska aktiemarknaden föll marknaden och ODIN Norden tillbaka under 2022. Nedgången på världens aktiemarknader 2022 har många orsaker. Vi gick in i året med relativt höga aktie- och fastighetsvärden efter flera år med nollräntor. Störningar i leveranskedjan på grund av coronaviruslåsnings, komponentbrist, skyhöga fraktpriser och stigande råvarupriser är alla faktorer som fick inflationen att skjuta i höjden.

De höga inflationssiffrorna fick centralbankerna att göra en helomvändning. Medan de i coronanedstängningen sänkte räntorna till noll för att upprätthålla den ekonomiska aktiviteten har de nu vänt kurs, fokus ligger nu på att övervinna en hög inflation och centralbanker runt om i världen har höjt sina styrräntor.

Dessutom kommer alla effekter av kriget i Ukraina som bröt ut den 24 februari. Kraftunderskott i Europa till följd av kriget i Ukraina har fått energipriserna att skjuta i höjden. Detta påverkar både hushåll och företag. Hushållens köpkraft har försämrats avsevärt under året. Högre räntekostnader och kraftigt stigande livsmedels- och energipriser får allvarliga konsekvenser för hushållen. Effekterna hittills är fallande bostadspriser och minskad hushållskonsumtion. Hittills har vi inte sett några större effekter på arbetsmarknaden, men det förväntas bli mindre stramt framöver.

Den ekonomiska utvecklingen

Inflationen är fortfarande hög i de flesta länder. Råvarupriserna, inklusive jordbruksprodukter, metaller och fraktkostnader, har dock sjunkit avsevärt och kommer att bidra till ett prisfall. Högre elpriser får motsatt effekt. Centralbanker runt om i världen har höjt styrräntorna, inflationsförväntningarna har börjat sjunka och de långa räntorna har fallit tillbaka något.

Sedan slutet av augusti har gasleveranserna från Ryssland till övriga Europa i stort sett stoppats. Under de närmaste åren måste det antas att gas- och elpriserna kommer att förbli höga. Det är svårt att uppskatta konsekvenserna av utvecklingen på gas- och kraftmarknaderna. Höga energikostnader kommer sannolikt att innebära att fler företag i Europa kommer att behöva trappa ner sin verksamhet. I ett antal länder får hushållen ekonomiskt stöd från myndigheterna, men energikostnaderna kommer ändå att bli mycket höga på kort sikt. Högre levnadskostnader till följd av högre räntor, högre elpriser och hög inflation i allmänhet kommer att bidra till en minskad konsumtion. Det finns anledning att förvänta sig en svag utveckling av investeringarna framöver. Å andra sidan kommer ökade försvars- och energiinvesteringar i Europa att bidra till en högre aktivitetsnivå. Högre räntor har fått bostadsmarknaden att falla. Arbetsmarknaden är fortfarande stram, men den kommer förmodligen att vara mindre stram framöver.

Den ekonomiska utvecklingen

Inflationen är fortfarande hög i de flesta länder. Råvarupriserna, inklusive jordbruksprodukter, metaller och fraktkostnader, har dock sjunkit avsevärt och kommer att bidra till ett prisfall. Högre elpriser får motsatt effekt. Centralbanker runt om i världen har höjt styrräntorna, inflationsförväntningarna har börjat sjunka och de långa räntorna har fallit tillbaka något. Sedan slutet av augusti har gasleveranserna från Ryssland till övriga Europa i stort sett stoppats. Under de närmaste åren måste det antas att gas- och elpriserna kommer att förbli höga. Det är svårt att uppskatta konsekvenserna av utvecklingen på gas- och kraft-

Förvaltare:



Vigdis Almestad

Varför investera i fonden?

En värld i miniatyr – diversifiering i linje med världsindexen på det sektormässiga planet. I ODIN Norden får du ta del av exponeringen mot nischbolag som gör en global resa. Nordiska bolag präglas som regel av god transparens och bra ägarstyrning. Historiskt sett har bolagen i Norden presterat lönsamhet i världsklass. Detta har lett till att börsutvecklingen på den nordiska aktiemarknaden avkastningsmässigt har varit på topp, trots att det svängt lite grann.

Hur är fonden positionerad?

ODIN Norden består av en koncentrerad portfölj. De bästa idéerna från landsfonderna konkurrerar med varandra i ett nordiskt sammanhang. Fonden består av kvalitetsbolag som ger god avkastning på kapitalet och har tydliga konkurrensfördelar. Detta gör fonden väl rustad för fortsatt god utveckling framöver.

[Läs om ODIN-modellen här >>](#)

marknaderna. Höga energikostnader kommer sannolikt att innebära att fler företag i Europa kommer att behöva trappa ner sin verksamhet. I ett antal länder får hushållen ekonomiskt stöd från myndigheterna, men energikostnaderna kommer ändå att bli mycket höga på kort sikt. Högre levnadskostnader till följd av högre räntor, högre elpriser och hög inflation i allmänhet kommer att bidra till en minskad konsumtion. Det finns anledning att förvänta sig en svag utveckling av investeringarna framöver. Å andra sidan kommer ökade försvars- och energiinvesteringar i Europa att bidra till en högre aktivitetsnivå. Högre räntor har fått bostadsmarknaden att falla. Arbetsmarknaden är fortfarande stram, men den kommer förmodligen att vara mindre stram framöver.

Det har skett en markant nedgång i aktivitetsnivåerna i Kina på grund av nedstängningar i samband med omicronvågen i våras och lägre aktivitet i fastighetssektorn. En återöppning i Kina som nu har tillkännagivits kan förändra denna bild.

Det råder osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen framöver. Det pågående kriget i Ukraina får stora ekonomiska återverkningar både i Europa och globalt. Det finns en risk att hushållens högre levnadskostnader och företagets högre driftskostnader kan leda till en svag utveckling av konsumtionen och investeringarna. Inflationen kan då också falla snabbare.

Företagets resultat 2022

Bolagen levererade sina 3:e kvartalsrapporter i november och kommer att leverera resultat för hela 2022 i januari/februari. Efter rapportsäsongen för det 3:e kvartalet är den stora bilden att bolagen i portföljen har levererat bra siffror, jämfört med föregående år och i förhållande till förväntningarna.

Vi har tittat på resultatutvecklingen per 3 kvartal för bolagen i ODIN Nordic jämfört med föregående år. För portföljen som helhet är intäkterna per Q3 upp 24 procent, den organiska tillväxten är 7,3 procent. Rörelseresultatet har ökat med 17,6 procent och vinsten per aktie ökade med 8,3 procent jämfört med samma period förra året. Kassaflödet minskar däremot med 3,5 procent. Svagare kassaflöde beror främst på högre lager till följd av högre råvarukostnader och högre lagerhållning efter en period av hamstring till följd av störningar i leveranslinjen.

Rörelsemarginalerna är marginellt ned, för vissa företag sker en tidsförskjutning i när de kompenseras för högre produktionskostnader, till följd av högre fraktkostnader och högre råvarupriser. Sammantaget är resultaten goda – det är inte i resultatutvecklingen man hittar förklaringen till

årets nedgång. Höga värderingar i början av året, högre inflation och räntor samt osäkerhet kring den framtida ekonomiska utvecklingen förklarar nedgången i aktiekurserna.

Det är helheten – mellan företagen finns stora individuella skillnader. Hårdast drabbade resultatmässigt är konsumentföretag som Thule, Dometic och XXL. De sålde mycket bra under pandemin, men efter återöppningen ändrade konsumenterna sina köpmönster – från köp av varor till köp av tjänster, som restaurangbesök, resor etc. Därför har vissa bolag höga lager som tar tid att minska. Exempel på detta från portföljen är Thule som säljer cykelställ, barnstolar och takboxar, Dometic som säljer utrustning för campingturer, husvagnar och båtar samt XXL som säljer sportutrustning. Under pandemin var det brist på vissa varor och svårigheter att leverera, vilket delvis ledde till hamstring hos butiker och leverantörer. Tvärtom vände konsumtionsmönstren när samhället öppnade igen och butiker och leverantörer lämnades med för stora lager, som de nu minskar igen. Även bolag med verksamhet inom bygg och anläggning som NCC, Sweco och Instalco har drabbats hårt när det gäller priser. Operativt går dessa bolag fortfarande bra, men något svagare utveckling väntas framöver. I ODIN Norden finns ett antal högkvalitativa aktier med starka positioner på marknader med underliggande tillväxt som också gör värdeskapande förvärv, varav några har fallit något. Den generella bilden är att aktier som gått bra i värde de senaste åren har fallit tillbaka mer än den generella marknaden. Detta påverkar oss mer än marknaden eftersom vi har ett antal aktier med starka positioner som stigit rejält de senaste åren. Som beskrivs i avsnittet ovan har resultaten varit goda. I takt med att bolagen levererat resultat har aktiekurserna stigit.

Bolagen i portföljen är generellt robusta och har måttlig skuldsättning och är beredda att klara sig bra vid en eventuell nedgång.

Bidragsgivare

År 2022 har företag inom energi-, hälso- och materialsektorerna presterat bäst. De svagaste sektorerna är fastigheter, varaktiga konsumtionsvaror och informationsteknik. Året präglas av stigande räntor, höga elpriser och osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Sedan samhället öppnade igen efter pandemin har konsumenterna minskat sin varukonsumtion och ökat sin konsumtion inom tjänstesektorn. Vissa företag har därför höga lager som kommer att ta tid att trappa ner.

Tittar vi på de största positiva och negativa bidragsgivarna för 2022 hittar vi Novo Nordisk, Munters och Sampo. Längst ner hittar vi Addlife, Instalco och Thule Group.

Positiva bidragsgivare

Novo Nordisk

Novo Nordisk är ett av Nordens största och mest lönsamma bolag med en marknadsandel på 50 procent på diabetesmarknaden med en av de bredaste diabetesportföljerna i branschen. De lanserar ständigt förbättrade effektivare produkter som är bättre för patienterna och bidrar till deras höga lönsamhet. Tillväxten på de underliggande marknaderna är hög och tillsammans med Eli Lilly erbjuder Novo Nordisk de bästa produkterna. De största tillväxtdrivarna nu är Ozempic för behandling av typ 2-diabetes och Wegovy för behandling av fetma. Aktien har stigit med 29,6 procent i år. Bolaget är mycket väl positionerat. Vi förväntar oss en stor tillväxt i försäljningen av deras produkter för behandling av fetma, och vi tror att det kommer att fortsätta finnas en god tillväxtförsäljning av produkter för behandling av typ 2-diabetes. Vi tror att bolaget kommer att fortsätta leverera god avkastning framöver.

Munters

Munters är världsledande inom energieffektiva luftbehandlings- och klimatlösningar för industrin. Företag erbjuder produkter och tjänster till ett brett spektrum av branscher. De är stora inom industrier som bedriver livsmedelsproduktion, batteriproduktion och datacenter. De senaste åren har de förbättrat lönsamheten och ökat orderingången och försäljningen avsevärt. Energieffektiv luftbehandling samt stora order inom batteriproduktion och datacenter förklarar den ökade aktiviteten. De har tagit viktiga steg för att skapa tillväxt och bli mer effektiva och lönsamma. De har ökat kapaciteten för att möta den växande efterfrågan. Hög efterfrågetillväxt och ett stadigt inflöde av nya order visar vägen till goda resultat framöver.

Sampo

Sampo har under de senaste åren effektiviserat sin verksamhet och koncentrerat sig på skadeförsäkringar. De har förbättrat sina resultat och avsevärt minskat *sina kostnader* och skador. De har sålt av sin andel i Nordea och meddelade nyligen att de har påbörjat en strategisk utvärdering av sin livförsäkringsverksamhet Mandatum. Sampo går mot att bli ett renodlat skadebolag. Vi tror att Sampo kommer att fortsätta att effektivisera sin verksamhet och återföra överskottskapital till investerare. Lönsamheten inom skadeförsäkring i Norden är god, Sampo har en stark position och vi tror att detta kommer att ge fortsatt god avkastning.

Negativa bidragsgivare

Addlife

Addlife verkar inom life science-sektorn genom två affärsområden, laboratorieteknik och medicinteknik. Bolaget har en aktiv förvärvsstrategi. Utöver förvärv verkar

Addlife på en marknad med underliggande strukturell tillväxt. Addlifes bolag verkar som självständiga enheter.

Bolaget grundades 2015 och knoppades av från Addtech. Kristina Willgård var bolagets vd från starten tills hon avgick 2022. Hon har levererat goda resultat och gjort ett antal stora förvärv. Budskapet om hennes avgång mottogs dåligt av marknaden.

Bolaget har ökat sin omsättning med över 30 procent årligen sedan starten, den organiska tillväxten har varit runt 6-7 procent ex coronaomsättning. Fredrik Dahlberg har utsetts till ny VD för bolaget, han kommer närmast från XVIVO och har haft många ledande positioner inom life science-bolag.

Aktiekursen är ned 71,3 procent i år, trots fallet har bolaget varit en mycket bra bidragsgivare till fondens avkastning under flera år. Bolaget verkar på en marknad med en stabil underliggande organisk tillväxt om 4 procent. De har förvärvat två stora företag i Irland och Spanien som är plattformar de kan växa från. Omsättningen och resultatet är lägre i år än under motsvarande period i fjol. Detta var väntat, de har haft mycket försäljning av coronatestutrustning som nu är kraftigt reducerad. Försäljningen för planerad operation har däremot inte tagit fart så mycket som väntat efter nyöppningen. Vi ser också att detta är fallet för andra medicintekniska företag. Addlife har en bra position inom sina nischområden och kommer att fortsätta växa organiskt och genom förvärv. De kommer att befästa sin position innan de tar sig an större förvärv.

Instalco

Instalco är ett svenskt installations- och serviceföretag inom el, rör, kyla och industriella lösningar. De förvärvat företag som fortsätter att fungera helt självständigt. Både tillväxt och lönsamhet har historiskt varit mycket god. Förväntningar om lägre efterfrågan på de underliggande marknaderna har skapat osäkerhet kring om det goda resultatet kommer att fortsätta och aktiekursen är ned 53,8 procent under 2022.

Störningar i leveranskedjan har resulterat i högre inköpskostnader, som kontinuerligt kompenseras av prisökningar, men med en tidsförskjutning. Högre inköpskostnader påverkar hela branschen. Företaget är i en bra position och har måttlig skuldsättning. Bolaget har gjort betydande förvärv under året samtidigt som de har vuxit organiskt. Marginalerna är något lägre än förra året eftersom de ännu inte har kompenserats fullt ut för ökade kostnader för varor. I dagens läge med fallande aktiemarknader och räntehöjningar finns det naturligtvis anledning att ifrågasätta den underliggande tillväxten i

bygg- och anläggningssektorn framöver. Det finns dock några strukturella trender som ger ljusare utsikter. En stor del av CO2-utsläppen kommer från fastighetssektorn, i Europa uppskattas utsläppen från fastighetssektorn till cirka 40 procent av de totala utsläppen. Det finns mycket att vinna, både ekonomiskt och miljömässigt på att renovera och uppgradera fastigheter. Mycket osäkerhet har återspeglats i marknadsutvecklingen i prissättningen av företaget.

Thule

Thule är ett företag som tillverkar produkter som gör det enkelt att leva ett aktivt liv, de är marknadsledande inom försäljning av takboxar och cykelställ för fordon. De är också ledande inom joggingvagnar, liksom resväskor, barnstolar och nu hundburar. De har haft en mycket god tillväxt och lönsamhet under många år. Bolaget har en stark position och ökade sina långsiktiga tillväxtambitioner på kapitalmarknadsdagen som hölls i april. Thule har under många år varit en bra bidragsgivare till fondens avkastning.

Stigande råvarupriser, högt lager av cyklar bland kunderna och tvivel om de kommer att kunna fortsätta växa på en marknad där en högre andel av konsumenternas pengar måste gå till mat-, el- och räntekostnader är orsakerna till att lagret har fallit med cirka 50 procent i år.

Hög efterfrågan och brist på varor ledde till att Thules kunder fyllde på sina lager av cykelrelaterade produkter. Efter återöppningen skiftade efterfrågan från varor till tjänster och Thules kunder hade stora lager. Det är särskilt på cykeltillbehör detta är fallet, inom de andra produktområdena är det mer balans. Vi behöver komma en bit in i 2023 innan kunderna kan förväntas börja beställa cykelrelaterade produkter igen. Därför minskar försäljningen och resultatet från Thule i år jämfört med förra året. Höga lager bland Thules kunder och mindre att spendera bland konsumenterna kommer att präglade 2023. Prissättning och uppskattningar har kommit ner, lägre förväntningar återspeglas i växelkursen.

Förändringar i fonden

Vi har gjort ett antal förändringar i fonden under året. Vi har sålt hela innehavet i Embracer och Electrolux Professional. Vi har försökt minska antalet bolag vi investerar i och vi är nu investerade i 39 stycken. Vi har ökat vår position i Novo Nordisk avsevärt. Vi har också ökat vår position i Huhtamaki, DSV, NCC, Bouvet och Sampo. Vi deltog i Securitas nyemission genom köp av aktier på marknaden och deltog i den nyemission bolaget genomförde efter förvärvet av Stanley Security. Vi har minskat vår position i

Protector Forsikring, Beijer Ref, Axfood, Christian Hansen och Simcorp.

Aktivt ägande

Vi är aktiva ägare och följer våra bolag noga. Vi följer upp våra investeringar noga och har regelbundna möten med företagsledningen. Vi har ett aktivt ägande och har under året avgett 1082 röster vid 50 bolagsstämmor. Vi sitter i 4 valberedningar i portföljbolagen Munters, Addlife, Medistim och Axfood. Valberedningarnas uppgift är att välja bolagets styrelse. Det är ett viktigt arbete som vi gör tillsammans med andra stora ägare i bolagen.

Vårt uppdrag

Vårt mål med fonden är enkelt. Med vår verktygslåda och erfarenhetsbas ska vi leverera en god riskjusterad avkastning för våra andelsägare. Vi vill investera i bolag med bevisade prestationer, som har starka positioner, goda framtidsutsikter och kan köpas till ett attraktivt pris. Vi är en långsiktig investerare med ett begränsat antal bolag i portföljen. Värdeskapandet i bolagen sker över tid och aktiekurserna varierar ofta mer än det underliggande värdeskapandet i bolagen. Vi söker bolag som är väl positionerade för att leverera god långsiktig avkastning.

Utsikter

På ODIN investerar vi i bolag som vi tror kommer att skapa aktieägarvärde över lång tid. Det värde som skapas av företag är det värde som hamnar som aktievärde för våra andelsägare. Vi är långsiktiga eftersom vi investerar i bolag som år efter år skapar värde. Vi har en lång horisont för våra positioner och vi vill exponera våra kunder mot en företagsresa. Om man äger bra bolagen med bra positionerna kommer de över tid att leverera god avkastning som tillfaller andelsägarna.

Vart marknaden än går fortsätter vi att leta efter bolag med god kvalitet och goda förutsättningar för långsiktigt värdeskapande. Den största risken vi ser nu är om inflationen ligger kvar på en hög nivå och tvingar centralbankerna att höja räntan utöver vad som förväntas. Förutom höga elpriser kommer detta att påverka hushåll och företag och nu senast arbetsmarknaden. Detta förändrar dock inte hur vi arbetar – vi kommer att fortsätta arbeta hårt för att säkerställa att ODIN Norden inkluderar högkvalitativa portföljbolag till ett rimligt pris.

ODIN Nordics väntas avkasta cirka 2,5 procent i år. Fonden är prissatt till 19,3 gånger nästa års vinst och bolagen i fonden har en genomsnittlig avkastning på eget kapital på 16,4 procent.

På bokförda värden prissätts fonden något högre än index, vilket är relaterat till att fonden har en motsvarande högre avkastning på kapitalet.

Fonden har idag 32 procent små bolag, 18 procent medelstora bolag och 50 procent i större bolag. Vi letar efter bra investeringsmöjligheter oavsett om det är små eller stora företag.

Det är omöjligt att förutsäga marknaden på kort sikt, vi fokuserar på att hitta attraktiva investeringar. Som aktiv investerare letar vi alltid efter bra investeringar, bolag som skapar värde för aktieägarna i framtiden. Vi tror att det kommer att vara viktigt att vara selektiv i framtiden. Det är alltid möjligt att hitta företag som kan visa god avkastning på kapital, lönsam tillväxt till ett rimligt pris.

Med önskan om ett gott nytt investeringsår!