

ÅRSKOMMENTAR 2022

Fonden och marknadens utveckling

Den norska aktiemarknaden hade, liksom alla världens börser, en krävande start på 2022, men Oslo Börs var relativt mycket starkare än de andra marknaderna. Den svaga inledningen på året berodde på ett antal faktorer, men mycket kan tillskrivas effekten av hög inflation och högre inflationsförväntningar. Det påverkade räntemarknaden – som i sin tur påverkade aktiemarknaden. För centralbankerna är inflationen en mycket viktig faktor, och inflationsmålen är mycket lägre än den nuvarande nivån.

Vi såg därför en rotation ut ur vad vi gillar att kalla "tillväxtaktier" och in i "värdeaktier". Dessutom var många råvarupriser fortfarande relativt höga, och allt detta bidrog till att Oslo Börs presterade bra i förhållande till andra marknader. I samband med januarirapporten skrev vi en kommentar om just "värde- vs. tillväxt"-aktier.

Det finns många aspekter på diskussionen om "tillväxt" kontra "värde"-aktier, men vi på ODIN utvärderar alltid ett företags position och möjligheter mot de pris vi betalar. En viktig poäng är att man inte får glömma att inkomstillväxten är den viktigaste drivkraften för aktieavkastning på lång sikt.

En undersökning utförd av Morgan Stanley för några år sedan visar källor till aktieavkastning för den översta kvartilen av aktier i USA under perioden 1990-2009. Naturligtvis är multipelförändring på kort sikt - 1 år - det viktigaste, men över 10 år räknas försäljningstillväxten så mycket som ~ 75 procent.

Detta är alltså den översta kvartilen av aktier, och det indikerar förmodligen att tillväxten som bolagen investerade i var lönsam – detta är en absolut nödvändig punkt. Inte ett överraskande resultat för oss på ODIN som letar efter

- i) hög avkastning på kapital och
- ii) tillväxtmöjligheter (med hög avkastning på kapital).

I februari fortsatte turbulensen på börserna världen över, medan den norska marknaden levererade relativt god avkastning. Den största händelsen i februari månad var naturligtvis invasionen av Ukraina. Detta är uppenbarligen en humanitär tragedi och vi noterade att västvärldens myndigheter reagerade starkt.

Denna typ av händelser skapar naturligtvis volatilitet på marknaden och har potentiella konsekvenser för enskilda företag som påverkas på kund- eller leverantörssidan. Även om vi är övertygade om att de kvalitetsbolag vi äger kommer att vidta nödvändiga åtgärder i alla situationer var det naturligtvis naturligt för oss som förvaltare och ägare att följa upp situationen noga.

Vi genomförde en fullständig undersökning av möjlig exponering mot Ryssland (och relaterade aktörer) för alla våra portföljbolag. Detta genomfördes som en telefonintervju av ansvarig förvaltare direkt med ledningen för alla företag och genomfördes mycket snabbt. Att ODIN Norge är en såpass stor fond gör att vi har tillgång till högsta ledningen i stort sett alla bolag – och dessutom är vår portfölj så koncentrerad att vi kan bevaka alla portföljbolag effektivt utan problem.

När vi har kvalitetsbolag kan vi som ägare dessutom oftast vara trygga i deras handlingsförmåga även i en så krävande situation, även om vi tittade extra noga på produktmarknaderna och de enskilda bolagens insatsfaktorer för att upptäcka eventuella risker vi inte är bekväma med att ha.

Förvaltare:



Atle Hauge



Vigdis Almestad

Varför investera i fonden?

Den norska ekonomin är robust och utvecklas väl. Den fria valutan och de goda statsfinanserna dämpar effekterna av fluktuerande råvarupriser. Den norska ekonomin har stått sig väl under oljekrisen. En investering i ODIN Norge ger exponering mot en stark hemmamarknad och attraktiva positioner i globalt orienterade bolag.

Hur är fonden positionerad?

ODIN Norge består av 26 bolag med exponering mot olika drivkrafter och är väl positionerad för långsiktig värdeutveckling. Fonden kan delas in i tre grupper. Den första gruppen består av bolag med starka marknadspositioner och inriktning på inhemsk konsumtion medan den andra utgörs av internationella bolag med inriktning på attraktiva råvarumarknader med starka kostnadspositioner. Den sista gruppen består av bolag med unika tekniska positioner och inriktning på attraktiva nischmarknader. Fonden utgörs genomgående av solida bolag som har attraktiva positioner och levererar god avkastning.

[Läs om ODIN-modellen här >>](#)

Inom finanssektorn förändrade krisen i Ukraina synen på vissa sektorer. Detta hade att göra med både fokus på försvar och energitrygghet. Under våren såg vi att förvaltare som tidigare inte kunde äga försvarsföretag (utifrån sitt eget regelverk) ändrade sitt mandat till att omfatta detta.

I samband med marsrapporten skrev vi lite om KONGSBERG som har ett segment inom försvaret. ODIN Norge har över tid haft en relativt stor position i KONGSBERG. Företaget hade inledningsvis två divisioner, Defence & Aerospace respektive Maritime, innan de också etablerade Digital som ett separat område för en tid sedan.

Kriget i Ukraina har många konsekvenser, men de stora effekterna värda att nämna är

- i) synen på försvarsindustrin och
- ii) synen på energitrygghet

Det senare kommer att påverka både olje- och gasindustrin och sektorn för förnybar energi. En stor ökning av investeringarna i dessa sektorer är nu inte osannolik, och det kan också tyckas att finansinstitutens syn på sådana företag/innehav också kommer att förändras. KONGSBERG är mycket väl positionerat på sina marknader och kommer att få bra stöd från sådana trender. Även om vi har minskat vår position något av portföljskäl är vi mycket positiva till vårt långsiktiga ägande i bolaget."

Allt eftersom det andra kvartalet fortskred blev det tydligare att vi befinner oss i en försvagad situation för konsumenter över hela världen. Till exempel hade lagret hos många återförsäljare (detaljhandelskedjor) ökat kraftigt – delvis på grund av att inköpschefer försökte säkra tillgången till varor samt försäljningsmisslyckanden.

Givet några svaga makrosiffror under första halvåret 2022 kunde vi därmed försöka dra slutsatsen att bolagen i genomsnitt klarat sig bättre än befarat. Detta gäller inte bara energi- och råvarurelaterade företag. Ändå fanns det så många indikatorer som tydde på svagare tillväxt i världsekonomin och en tuffare tid framöver för konsumenterna att vi ansåg det förnuftigt att inta en försiktig hållning till vinstförväntningarna överlag – särskilt om vi tittade utanför Oslobörsen.

En mycket viktig faktor för Oslo Börs under året har naturligtvis varit utvecklingen av energipriserna, inte bara för oljebolagen utan även för andra företag där energipriset spelar en stor roll för prissättningen av deras produkter. Vi försökte inte förutspå priser, men sa också att vi inte skulle bli förvånade om bilden blev relativt volatil under hela hösten.

Fram till september hade den norska börsen relativt god avkastning jämfört med många internationella marknader, vilket hade flera orsaker – men framför allt kunde vi peka på relativt lägre värderingar och den stora andelen energi- och råvarubolag som haft mycket höga resultat hittills

under 2022. I takt med att räntorna fortsatte att stiga ytterligare och pessimismen om den ekonomiska utvecklingen spred sig påverkade detta också Oslo Börs i större utsträckning än tidigare i år.

Den stora nyheten på den norska aktiemarknaden under september var regeringens besked om att tomträttsbeskattning skulle införas för vattenbruksnäringen, samt förändrade skattevillkor för den kraftproducerande industrin i Norge.

Detta fick stor betydelse för fiskodlingsbolagen på Oslobörsen, där aktiekurserna rasade 20-30 procent. Reaktionen stöder att detta var en stor överraskning för marknaden och branschen. Det är sant att tomträttsbeskattning har utretts tidigare, men chansen till en så kraftig skattehöjning ansågs låg. Vår bedömning var att utöver den uppenbara negativa effekten på kassaflöde / värderingen av bolagen är det rimligt att förvänta sig att konsolideringen i branschen kommer att avstanna och att aktörernas investeringar kommer att minska.

Resultaten hittills varit något bättre än analytikernas uppskattning – cirka 2-3 procent både på översta raden och på det operativa resultatet. Räknar man bort olje- och gassektorn så var siffrorna ännu bättre med intäkter och vinst 5-10 procent över förväntan.

Valutakurssvägningarna på balansdagen stämde dock inte så väl överens med avvikelsen i redovisade siffror. Detta är inte ovanligt, eftersom förväntningarna på investerare ofta skiljer sig något från analytiker. Men den här gången såg vi en effekt av "mean reversion" i och med att vissa sönderbombade aktier gick mycket på helt ok rapporter, medan aktier som hållit emot bra under hela året fick stryk på rapporter strax under förväntningarna.

När vi närmade oss slutet av året var det naturligt att nämna den kanske viktigaste egenskapen hos Oslo Börs 2022 – nämligen den enorma vinstökningen jämfört med tidigare år.

Norge kallas ibland för "det annorlunda landet". Detta är inte utan anledning och gäller även när det gäller ekonomi och börser. Föga förvånande påverkar framför allt Norges position inom just energi resultatet på Oslobörsen. Siffror från ABG Sundal Collier visar att kvartalsresultatet (justerat EPS) har legat runt 8-9 norska kronor de senaste 10-15 åren. För tredje kvartalet 2022 är denna siffra 39 NOK, det vill säga en ökning med över 350 procent. Detta är unikt i ett globalt sammanhang.

Det är inte bara olje- och gassektorn som drar det här. Flera andra industriföretag tillverkar andra produkter, men det är deras attraktiva energipositioner som gör dem särskilt lönsamma i dagsläget. Sådana enorma effekter som detta är naturligtvis ovanliga, och en enkel analys skulle indikera att detta inte kan upprätthållas. Höga

energipriser är en slags skatt på resten av världen, och förmodligen för tung att bära.

På ODIN är vi dock mycket engagerade i den investeringsfilosofi vi har valt, att investera i hållbara kvalitetsföretag. Det finns flera attraktiva aspekter av ett sådant fokus på kvalitet, men en av de viktigaste i dagens osäkra makroekonomi är företagets robusthet. Denna egenskap har två viktiga effekter för investerare. Det ena är att intäkterna faktiskt håller sig relativt bra och inte minst att det inte finns någon risk för skuldproblem eller annat som kan förstöra värdena permanent.

December var ingen stark månad för marknaden och Oslobörsen slutar i minus för året. Ändå är det mycket starkare än alternativa marknader för hela 2022 - särskilt om det mäts i lokal valuta. Samtidigt kräver det globala energisystemet att förändras på kort sikt, och innebär att intäkterna på Oslo Börs kanske kan fortsätta på en betydligt högre nivå än tidigare år.

Förändringar i portföljen

Under året har vi gjort några större förändringar genom att helt avyttra Olav Thon-koncernen, Fjordkraft/Elmera och Akastor.

Vi har främst byggt upp två positioner. Störst är i bolaget Kitron ASA där ODIN nu är näst största ägare. Detta är ett företag som bedriver elektroniktillverkning och har både stark tillväxt och relativt god lönsamhet. Dessutom har vi köpt in oss i Elektroimportøren, där ODIN också är näst största ägare.

Bolagsrapportering

Vi har tidigare kommenterat rapportsäsongerna, men vill understryka att vi inte fokuserar på om våra bolag levererar kvartalssiffror som är bättre eller svagare än konsensusestimaten bland externa analytiker – en "boom" ska nog sägas vara analytikernas ansvar snarare än bolagens. Vårt fokus ligger på om vi kan hitta tecken på att kvaliteten och tillväxten i bolagen utvecklas annorlunda än önskat – och hittills under 2022 har rapporterade siffror bekräftat vår positiva syn på våra innehav.

Vi vill dock återigen påpeka att resultatet på Oslo Börs för närvarande är extremt starkt och att om detta skulle fortsätta skulle börsen vara mycket attraktivt prissatt jämfört med andra marknader.

Bidragsgivare

De viktigaste bidragsgivarna 2022 för är **Equinor**, **Kongsberg Gruppen** och **Subsea7**. Vi kan också nämna nummer fyra på listan, Aker BP. Tre av dessa gynnas givetvis av både relativt höga olje- och gaspriser, men också en bredare acceptans av att äga bolag som har intäkter relaterade till fossila energikällor.

De svagaste aktierna i fonden har varit **Borregaard**, **Tomra Systems** och **Måsøval** under 2022. Den observanta läsaren

kommer att notera att Subsea 7, som nu är en vinnare, var på förlorarlistan förra året - medan Borregaard var den största positiva bidragsgivaren förra året men har kämpat i år. Detta är inte helt ovanligt – inom ett års tid spelar många tillfälligheter in och aktiekurserna kan påverkas avsevärt av marknadsflöden. Av dessa tre kan endast Måsøval ha upplevt permanenta värdeminskningar på grund av införandet av nya skatter från de norska myndigheterna, men vi tycker ändå att andelen är mycket attraktiv på dessa nivåer.

Bolagen i portföljen har måttlig till låg skuldsättning. Det handlar om företagens balansräkningar så att de står sig i goda och dåliga tider. Fonden består av generellt solida bolag med attraktiva positioner på sina marknader. Vi ska inte försöka förutspå för 2023 men vi ser att det finns vissa obalanser i ekonomin nu som kan påverka börsavkastningen mer än på länge.

Utsikter

Det finns två mycket uppenbara förhållanden som nu påverkar marknaden - inflation och räntor samt vinsttillväxten för företag på börsen. Detta är inte nytt, men utbudet av resultat är nu mycket större än vanligt.

Inflationen är för närvarande mycket hög, men verkar ha nått sin topp och är på väg att falla igen. Eftersom vi har varit ljumma inför ekonomisk utveckling/tillväxt har detta varit en naturlig utveckling. Vad som är mer intressant är var inflationsnivån "landar" efter detta. Detta kommer att påverka räntorna och därmed prissättningen av aktier.

Det andra är hur företagens vinster kommer att utvecklas under vad som nästan säkert är lågkonjunkturliknande förhållanden i många delar av världen. Vi tror att våra företag antingen är så lågt prissatta eller har så mycket motståndskraft att de kommer att klara sig bra genom tuffare tider.

Makro

Vi vill som sagt inte göra några förutsägelser, men vi följer ändå vad som händer i makroekonomin då det påverkar slutmarknaderna för de bolag vi investerar i.

Världen präglas fortfarande av "efterdyningar" från covid-pandemin genom att efterfrågan har varit relativt stark (med stöd av stora åtgärds paket) och en utbudssida som har haft relativt stora problem med att leverera. Detta har påverkat inflationen på hög nivå. Vi kommer inte att gissa var inflationsnivån hamnar 2023, men konstaterar att en del av problemen på utbudssidan inte har lösts genom penningpolitiken utan kräver andra åtgärder.

Räntemarknaden prisar in att räntorna kommer att falla 2023, och ofta gör vi på aktiemarknaden oss själva en tjänst genom att lyssna på räntemarknaden. Det betyder dock inte att räntemarknaden slår till exakt – eftersom det enligt vår uppfattning finns ett ganska stort utrymme för vad centralbankerna kommer att göra.

En aktiv, ansvarsfull och långsiktig förvaltare

ODIN ska vara en aktiv, ansvarsfull och långsiktig förvaltare. Vår huvuduppgift är att skapa god och långsiktig avkastning för våra kunder, och det innebär en grundlig bedömning av risker och möjligheter för företag. Detta inkluderar ESG / hållbarhetskriterier.

Tre instrument som är av central betydelse i detta sammanhang är:

1. Integration – det vill säga ESG-överväganden integreras i investeringsbeslut

2. Aktivt ägande – vi är aktiva ägare i bolag genom dialog och utövande av rösträtt
3. Undantag och observation - vissa företag utesluts på grund av beteende eller de produkter som erbjuds

Under året har vi varit aktiva på den fronten med våra portföljbolag och ser att arbetet bär frukt.

Genom våra kunders förtroende har ODIN Norge fått en storlek som gör att vi kan utöva ett betydande inflytande i enskilda bolag, och vi kommer att fortsätta visa att vi är värda detta förtroende.

Med önskan om ett bra investeringsår!