

FORVALTERKOMMENTAR

For et halvår! 2024 har så langt vært en fest avkastningsmessig og det er jo alltid hyggelig. Driverne er flere, først og fremst har kredittpåslagene kommet ytterligere inn samt at høyere løpende renteinntekter bidrar. Sekundært, og kanskje mer interessant, er det at mislighold og restruktureringer uteblir eller utsettes. Delvis skyldes dette et rekordvolum av nye obligasjonslån av diverse og ymse kvalitet innen segmentet high yield. Selskaper får stort sett refinansiert, selv for de med de sprekeste balansene. Vi er selektive som alltid og takker nei til det vi mener gir for dårlig betalt gitt den risikoen man påtar seg.

Vi må tilbake til 2021 for å se samme volum i high yield segmentet i Norden. Den gang var det blant annet eiendom som preget markedet av nye utstedelser på rekordlave rentenivåer. Både sikret, usikret og hybrider gjordes ukentlig på lavere og lavere nivåer. En eufori med lite risikoforståelse blant aktører i markedet. *Det var jo trossalt trygt med eiendom, og rentene skulle aldri opp.*

2024 kan bli et nytt rekordår! Så langt har det blitt utstedt i overkant av 100mrd de første 6 månedene. Denne gangen er det spesielt oppkjøpsbransjen samt olje og oljeservice som er driverne. Det går vel knapt en uke uten lån som utstedes på NOK 3mrd ekvivalent størrelse. Førstnevnte er ofte bedrifter hvor investor får aksjepant, grunnlaget for utstedelsen er oftest dyrt oppkjøp, ekstraordinære utbytter eller tilbakebetaling av aksjonærlån. Eierne, altså PE, øker avkastningen ved å ta penger av bordet samtidig som opsjonaliteten beholdes. På roadshows markedsføres de utroligste antagelser, det er bare oppside fra analytikernes konservative vurderinger supplert med de solide analysene blant tilretteleggerne. Lav loan to value, forutsigbare kontantstrømmer som selvsagt er justert for alle 'uregelmessigheter' og god rentedekningsgrad hvis alt går på skinner.

I fare for å trå på noen seriøse aktørers tær skriver vi generelt nå, men kort oppsummert, vi er kritiske til pris og struktur. Risikoen skyves i større grad over på kreditor. Den asymmetriske risikoen er åpenbar, begrenset oppside og full nedside. Det er kanskje en skremmende oppsummering, men frykt ikke, det er alltid gode muligheter. Vi har dratt ned risiko med å øke fondets investment grade andel. Kredittpåslagene er noen prosenter lavere, men det er med god grunn når risikoen er såpass mye lavere. Høykvalitetsselskapet har heller ikke hatt samme påslagsutvikling relativt til high yield. Dessuten får fondet medvind med det absolutte rentenivå, det er høyere enn på mange år.

Rentene er opp fra starten av 2024, og rentefallet utsettes stadig. Det er i tråd med forvalters syn og som kommunisert utallige ganger i rapporter, presentasjoner og møter. Skal rentene ned til negative realnivåer igjen er det noe uforutsett og alvorlig som skjer i økonomien. Det kan selvsagt spille ut, men over tid tror vi på en positiv realrente, om den er 0,75% eller 2% er en annen diskusjon. Den lar vi makro-økonomene synse på, men selv for ekspertene virker det vanskelig. Som Mark Twain sa, historien repeterer seg sjeldent, men den rimer. Med god gammeldags sannsynlighetsberegning taler det for størst sjanse for positive realrenter også fremover. Vi beveger oss sakte fra dyrtid og rentesjokk, til justering og tilpasning. USAs tiåring avsluttet måneden på 4,4%, ved starten av året var den 3,9%.

Juni var en god måned i Norden. For investment grade er påslagene tilnærmet uendret og for high yield kommer påslagene over det hele ytterligere ned. I kontrast, ITRAXX crossover avsluttet mai på +296bp og endte på +319bp i juni. For JP Morgan Global Corporate USD HY (BB & B) indeks endte påslaget på +271bp, fra +267bp. DNB Markets Nordic High Yield indeksen leverte en avkastning på knallsterke 0,8%.

Forvalter:



Christian Malde

Hvorfor være investert i fondet?

Investeringer i ODIN Nordisk Kreditt passer for deg som vil ha avkastning over bankrente, men som tåler moderat til høy risiko i rentemarkedet.

Investeringene vil avspeile vår investeringsfilosofi som er aktiv, ansvarlig, verdi-orientert og langsiktig. Vårt mål er å skape god risikoustert avkastning utover beste bankrente, og samtidig minimere faren for absolutte tap i renteporteføljene og renteporteføljenes enkeltinvesteringer. Fondet har en del kredittrisiko, men lav renterisiko. Fondets investeringer skal ha en langsiktig horisont og være i henhold til investeringsstrategi og risikoprofil.

Hvordan er fondet posisjonert?

ODIN Nordisk Kreditt vil hovedsakelig investere i nordiske rentebærende instrumenter utstedt i lokal valuta, men investeringer i utenlandske valuta vil også forekomme. Investeringer i utenlandsk valuta valutasikres.

Investeringer kan foretas i

- 1) Foretaksobligasjoner
- 2) Ansvarlige lån og fondsobligasjoner utstedt av banker og finansforetak
- 3) Obligasjoner utstedt av banker og finansforetak (senior)
- 4) Obligasjoner utstedt av boligkredittforetak

Renteinvesteringene har normalt flytende rente, som normalt vil følge utviklingen i 3mnd flytende rente, med et risikopåslag. En investering i renteporteføljen gjøres normalt for midler med en horisont på minimum 24 måneder. Gjennomsnittlig durasjon i fondet skal ligge mellom 0 og 4 år, med middels kredittrisiko. Verdiutviklingen på investeringene i fondet vil i tillegg til avtalte renter være knyttet til selskapenes resultater, utvikling i kredittkvalitet samt løpetid på sertifikatene / obligasjonene.

Av nye utstedelser forsetter vi å spre risiko bredt og mest innen IG som vi opplever mest interessant. Fondet deltok i to nye utstedelser, 34m Yara 2029 på 3mNibor+97bp og 30m SpareBank 1 Østlandet senior 2029 på 3mNibor+100bp. I annenhåndsmarkedet kjøpte vi 2m Protector RT1 med call 2026 på 3mNibor+420bp og 2m SpareBank 1 Nordmøre T1 call 2027 på 3mNibor+294bp. Vi kjøpte 1m EUR Intrum 2028 forfallet på 65 i kurs, og posten utgjør fremdeles i underkant av 1%.

Intrum kom med en løypemelding. Det har vært to grupperinger av bondholders, de som har forfall i 2024 og 2025 samt de med lengre løpetider. Forslaget prøver å omforene til en gruppering med å tilby en løsning hvor 2024 og sikret 2025 får tilbakebetalt 100 %. De lengre lånene foreslås sammenslått til et forfall med forlenget løpetid. 10% skrives av mot konvertering til egenkapital. Dette er et steg i riktig retning, men vi tror det kommer en omfattende løsning med tap på hovedstol. Vi er positivt innstilt til konvertering til EK om gjelden reduseres betydelig.