Odin USA NOK 31.10.2026

Fondet har andelsklasser - A, B, C, D, D2, F, G, H, I og J

FORVALTERKOMMENTAR

Fra egen lomme til andres, fra kontantstrøm til gjeld og egenkapital
I den senere tid, med akselererende effekt gjennom oktober, har KI-debatten flyttet seg fra hvor mye som skal bygges, til å i økende grad handle om hvordan utbyggingen skal betales. Så lenge datasentrene ble finansiert av fri kontantstrøm fra søk, annonser og skyvirksomhet, var KI-satsingen i praksis et spørsmål om kapitalallokering internt i de store teknologiselskapene, i kombinasjon med investorenes vilje til å prise opp de store hyperscalerne. Nå er det i ferd med å bli både et spørsmål om både aksjemarkedet og obligasjonsmarkedets appetitt for å finansiere det med egenkapital og gjeld.

Tre av de fire store bruker mer enn de tjener
Kvartalsrapportene i siste halvdel av måneden gjorde dette tydelig. Meta, Alphabet og Amazon rapporterte negativ fri kontantstrøm, mens Microsoft står igjen som den eneste av «de fire store» med positiv kontantstrøm. I kommentaren for oktober skilte vi mellom to spørsmål: om kapitalen som investeres i infrastruktur får betalt, og om teknologien tas i bruk. Oktober handlet nesten utelukkende om det første. Selve adopsjonen fortsetter i høyt tempo, men markedet har begynt å prise inn at installasjonsfasen koster mer, varer lenger og finansieres annerledes enn man så for seg for et år siden.

Aksjer og kredittpåslag
Finansielle bobler sprekker vanligvis som en følge av at (1) sluttkundens etterspørsel uteblir, eller at (2) kredittilgangen kuttes. Gjennom 2025 skrev vi flere ganger om at KI-utbyggingen var drevet av selskapenes kontantstrøm. Selskapene var selvfinansierte og handler i stor grad med hverandre. Deres egentlige valuta var ikke kreditt, men markedsverdsettelsen, og kreditten kunne bare «kuttes» på én måte: gjennom en reprising av aksjene. I september i fjor beskrev vi risikoen slik: at appetitten snur, at multiplene faller og at KI-aksjer prises ned, med samme effekt som når kredittilgangen tørker inn i mer kredittdrevne sykluser. Kreditt var med andre ord en metafor for markedets holdning til disse aksjene. I oktober 2026 er ikke lenger investeringssyklusen selvfinansierende, så det strategiske mandatet til å investere er nå avhengig av både aksjemarkedet og rentemarkedet samtidig. Aksjemarkedet gir det gjennom prising av aksjene og vilje til å absorbere utstedelse av egenkapital. Obligasjonsmarkedet gjennom kredittpåslaget og viljen til å ta imot nye utstedelser. Refleksiviteten virker dermed gjennom to kanaler som forsterker hverandre: faller aksjekursene, blir egenkapitalen dyrere. Utvides kredittpåslagene, blir gjelden dyrere. Begge deler snevrer inn handlingsrommet for videre utbygging. Alphabets kursfall på 13 prosent og spread-utgangen på hyperscalernes og neoclouds sine obligasjoner er to sider av samme sak.

Kapital som knapp ressurs
En utbygging betalt av fri kontantstrøm er robust mot renteoppgang, da selskapene bestemmer selv hvor mye de vil bruke. En utbygging finansiert av obligasjoner er avhengig av at investorene i kredittmarkedet fortsetter å ta imot papirene til en pris selskapene kan leve med. Dette er en kapitalsyklus hvor kapital nå er den begrensende faktoren for videre utbygging fordi prisene på komponenter har steget så mye. Markedet forsøker ikke å prise dagens inntjening, men å finne ut hvor nær toppen inntjeningen er og hva normalisert inntjening for selskapene er. Nvidia handles nå til rundt 13 ganger neste års inntjening. Det er en multippel som sier at markedet er usikker på hva som er normalisert inntjening.

Adopsjon vs. avkastning?
På spørsmålet om teknologien tas i bruk, er svaret fortsatt et klart ja. Vi er fortsatt i tidlig fase for KI som produkt og innovasjonselement i økonomien. På spørsmålet om kapitalen får betalt, er svaret usikkert, fordi inntektene ikke står i stil til investeringene. Gjeldsfinansieringen betyr at avkastningskravet nå settes eksplisitt av kredittmarkedet, og at feilinvesteringer ikke lenger bare koster aksjonærene tapt kontantstrøm, men også obligasjonseierne. Vi er avhengig av akselererende inntjening fra anvendelsen av KI for å forsvare de investeringene som gjøres.

Hva kan vi konkludere som investorer?
For oss som aksjeinvestorer trekker vi tre konklusjoner. For det første blir balansen igjen et konkurransefortrinn. Microsoft, som fortsatt finansierer utbyggingen av egen lomme, har et handlingsrom konkurrentene ikke lenger har, og det er trolig derfor aksjen slapp unna den straffen Alphabet og Meta fikk. For det andre er det grunn til å være mer forsiktig med utstyrsleverandørene jo nærmere vi kommer det punktet der kapitalinvesteringene flater ut; markedet jakter allerede på toppen, og kursene vil snu før ordrebøkene gjør det. For det tredje gjelder fortsatt lærdommen fra tidligere teknologiskifter: den varige verdiskapingen tilfaller dem som eier kundeforholdet og kan nyttiggjøre seg billig infrastruktur i utrullingsfasen. Jo mer overinvestering i installasjonsfasen, desto billigere blir datakraften for dem som kommer etter. I ettertid kan det godt vise seg at det var multippelkontraksjonen som utløste fallet i KI-investeringene, og ikke omvendt.

Forvaltere:

Robin Øvrebø

Linus Berglund Østerud

Hvorfor være investert i fondet?
Odin USA gir en god eksponering mot et dynamisk amerikansk næringsliv. I USA finner vi mange gode selskaper i en rekke ulike bransjer. Et stort hjemmemarked gir amerikanske selskaper gode muligheter til å vokse seg store og oppnå høy lønnsomhet. På det amerikanske markedet finner vi også selskaper som er globalt ledende i sin industri.

Hvordan er fondet posisjonert?
Odin USA er posisjonert i selskaper med sterke konkurransefortrinn og gode forutsetninger for å vokse seg større over tid. Fondet investerer i selskaper som har potensial til å levere resultat-vekst som er høyere enn snittveksten i markedet. Lønnsom vekst skaper verdier, og det er selskapenes verdiskaping som driver aksjekurser over tid. Fondet er godt diversifisert, og er satt sammen av selskaper med veletablerte forretnings-modeller i bransjer med gode langsiktige vekstutsikter. Selskapene er finansielt sterke og er ledet av ledere som evner å tenke langsiktig.

Les om Odin-modellen her >>

Odin Forvaltning AS
Haakon VIIs gate 10, 0161 OSLO
E-post: kundeservice@odinfond.no
Tlf.: (+47) 24 00 48 04

Postboks: 1771 Vika, 0122 OSLO, Org.nr.: NO 957 486 657
Et foretak i SpareBank 1-alliansen

www.odinfond.no