

ODIN USA 31/12/2024

Fonden har andelsklasser - A, B, C och D

FÖRVALTARKOMMENTAR

2024, precis som 2023, var ett mycket starkt år för den amerikanska aktiemarknaden. I amerikanska dollar gav S&P500 en avkastning på 25 procent, medan Nasdaq genererade 29,5 procent. Den jämnviktade indexen, S&P500 Equal-Weight, gav en avkastning på 13 procent. Det stora temat som har präglat aktiemarknaden under 2023 och 2024 är optimismen kring investeringar och användningen av artificiell intelligens. Detta har lett till stark optimism kring de stora amerikanska teknikföretagen. Precis som 2023 stod endast sju aktier, de så kallade "Magnificent 7" (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta och Tesla), för cirka hälften av avkastningen i S&P500. Dessa sju företag utgör nu nästan 34 procent av vikten i S&P500 och styr därmed den totala avkastningen på aktiemarknaden. Skillnaden mellan det marknadsviktade och det jämnviktade indexet visar att marknadsuppgången har varit koncentrerad. S&P500 Equal-Weight är värderat till cirka 16,4 gånger förväntad vinst nästa år, medan S&P500 är värderat till cirka 21,6 gånger vinsten. Prisskillnaden mellan de största företagen och de övriga företagen är därför stort.

Bakgrunden till den goda avkastningen är driven av optimismen kring artificiell intelligens, solid utveckling i den amerikanska ekonomin, fallande inflation och räntesänkningar. Valet av Donald Trump bidrog till ytterligare optimism, med löften om skattesänkningar, färre regleringar och ett generellt mer företagsvänligt klimat.

2022 skrev vi om hur marknaden straffade många av de stora teknikföretagen för bristande lönsamhet och kapitaldisciplin i mötet med avtagande tillväxt efter pandemin. Då låg investerarnas fokus på kostnadsreduktion, ökad lönsamhet samt högre krav på att en större andel av överskottskapitalet återförs till aktieägarna genom utdelningar och återköp, istället för investeringar. Under 2023 och 2024 har dock fokus på lönsamhet avtagit. I stället har optimismen kring de betydande investeringarna inom artificiell intelligens ökat.

De stora teknikföretagen började som kapitallätta affärsmodeller men har utvecklats till kapitalkrävande verksamheter eftersom digital infrastruktur alltmer kräver investeringar i fysisk infrastruktur, såsom datacenter. Alphabet, Microsoft, Meta och Amazon investerar tillsammans över 200 miljarder dollar under 2024. Dessa investeringar har Nvidia dragit nytta av. Det är dock ännu svårt att uppskatta omfattningen av intäkterna kopplade till artificiell intelligens, men hittills är intäkterna begränsade i förhållande till de investeringar som gjorts. Den stora frågan framöver är tillväxttakten i dessa investeringar och om de kommer att ge tillräckliga intäkter för att säkerställa god lönsamhet.

Trots den goda avkastningen under 2024 hamnade vi efter vårt referensindex. Detta beror främst på att vi har lägre exponering mot de omtalade "Magnificent 7" och något lägre exponering mot de största företagen, det vill säga de med ett marknadsvärde över 100 miljarder dollar.

Avkastningen i fonden kommer från flera olika sektorer och investeringsteman. Detta speglar den naturliga dynamiken i vår koncentrerade portfölj, där företagen kompletterar varandra och bidrar till balanserad och diversifierad exponering.

Bidragsgivare till fondens avkastning

De starkaste bidragsgivarna under året var Alphabet, Meta och Frontdoor, vilka också presterade starkt under 2023.

Alphabet har haft en god kursutveckling under både 2023 och 2024 och driver flera verksamhetsområden, såsom Google Search, YouTube och Google Cloud. I början av året upplevde Alphabet inte samma optimism kring utvecklingen inom artificiell intelligens. Marknaden har också varit bekymrad över regulatoriska risker, oro för en eventuell uppdelning av företaget samt hotet från nya AI-modeller mot företagets kärnverksamhet. Detta vände dock under fjärde kvartalet, med positiv utveckling inom

Förvaltare:



Robin Øvrebø



Harald Nissen

Varför investera i fonden?

ODIN USA erbjuder god exponering mot ett dynamiskt amerikanskt näringsliv. Den amerikanska ekonomin är stark och vi hittar många bra bolag i olika branscher. En stor hemmamarknad ger amerikanska företag bra möjligheter att växa sig stora och uppnå hög lönsamhet. På den amerikanska marknaden hittar vi även företag som globalt är ledande inom sin bransch.

Hur är fonden positionerad?

ODIN USA är positionerat i företag med starka konkurrensfördelar och goda förutsättningar för att växa sig större över tid. Fonden investerar i företag som har potential att leverera en vinsttillväxt som är högre än den genomsnittliga tillväxten på marknaden. Lönsam tillväxt skapar värde, och det är företagets värdeskapande som driver aktiekurserna över tiden.

Fonden är väldiversifierad och består av bolag med väletablerade affärsmodeller i branscher med goda långsiktiga tillväxtutsikter. Bolagen är finansiellt starka och har ledare som tänker långsiktigt.

[Läs om Odin-modellen här >>](#)

molntjänster och förbättringar inom kärnverksamheten. Alphabet har även anpassat sin en AI-assistent för att möta konkurrensen från exempelvis ChatGPT och Perplexity.

Meta fortsatte sin starka utveckling från 2023. Marknaden har varit positiv till Metas övergång till korta videor, vilket ökat intjäningen per användare och antalet medlemmar. AI har bidragit till att optimera annonsintäkterna, och Metas investeringar inom AI har belönats av marknaden. År 2023 kallades ”Year of Efficiency”, och det mindre fokuset på konkurrensen från TikTok och Snapchat har också bidragit till Metas framgång.

Frontdoor har levererat stark avkastning under 2024, precis som företaget levererade stark avkastning under 2023. Frontdoor är den största aktören inom försäkrings- och serviceavtal för hemmet. Företaget har cirka 2 miljoner abonnenter och deras avtal täcker vanligtvis värme- och ventilationssystem, luftkonditionering, rörsystem, vitvaror, pooler och så vidare. Företaget drabbades av ökade försäkringskrav under pandemin och kostnadsinflation i efterdyningarna av pandemin. Detta sammanföll med minskad försäljning av bostäder, vilket påverkade tillväxten av abonnenter negativt. Frontdoor har höjt priserna, i kombination med lägre försäkringskrav, vilket har gett både högre bruttomarginal och rörelseresultat, och drivit inkomstillväxten. Genom förvärvet av 2-10 Home Buyers expanderar Frontdoor sin position inom försäkringsavtal för nybyggda bostäder, ett område där Frontdoor inte har någon position idag. Även om företaget fortfarande är rimligt prissatt, har det blivit högre prissatt i takt med positiv resultatutveckling.

Booking Holdings är världens ledande online reseplattform. Företaget säljer hotellrum, flygbiljetter, hyrbilar och andra reserelaterade aktiviteter på sina webbplatser. Företaget drabbades hårt av pandemin, som minskade reseaktiviteten. Efter pandemin har Booking levererat god tillväxt i antalet sålda rumsnätter, vilket resulterat i stark topplinjeväxt. Företaget är disciplinerat, köper tillbaka aktier och sammanlagt har detta bidragit till god aktieavkastning.

De svagaste bidragsgivarna till fondens avkastning var den amerikanska handelsplattformen Etsy, dagligvaruföretaget Dollar General och distributören MSC Industrial Direct.

Etsy driver en marknadsplats där varorna som säljs är hantverksprodukter och skräddarsydda varor, huvudsakligen från hobbyister och privatpersoner. Etsys produktutbud skiljer dem från andra aktörer. Efterfrågan på företagets produkter är cyklisk. Företaget har haft svårigheter efter pandemin, då efterfrågan var stark på företagets produkter, medan svagare efterfrågan har haft en negativ påverkan på företaget.

Dollar General var också en av de svagaste bidragsgivarna. En normalisering av konsumtionen efter pandemin har ägt rum, med mindre andel diskretionär konsumtion, samt att företagets kärnkund, hushåll med en inkomst under 35 000 dollar, upplever tuffare ekonomiska tider. Det gör att efterfrågan har minskat kraftigt efter pandemiåren. Bland företagsspecifika faktorer har Dollar General investerat för lite i arbetskraften över tid, och butikerna har kämpat med underbemanning. Höjda räntor har påverkat både kundbasen och företaget, de har tvingats göra justeringar i produktutbudet och det har varit högre svinn. Företaget möter också tuffare konkurrens. Sammanfattningsvis bedömer vi att detta ökar risken i modellen och minskar sannolikheten för att företaget ska återgå till historisk lönsamhet. Vi valde därför att sälja våra aktier i oktober.

MSC Industrial Direct var också en av de svagaste bidragsgivarna till fondens avkastning. Företaget, som är en specialistdistributör för metallindustrin, är beroende av utvecklingen inom amerikansk industriproduktion. Detta har varit en av de längsta perioderna med svag utveckling inom amerikansk industriproduktion. ISM har varit under 50 i mer än 27 månader. Det har lett till svagare efterfrågan på MSC:s produkter och därmed svagare resultatutveckling. Det är svårt att förutsäga när det vänder, men MSC bör vara väl positionerat för att dra nytta av bättre utsikter för amerikansk industriproduktion.

Ändringar i portföljen

Året började med att vi sålde våra aktier i Ansys eftersom det kom ett bud på företaget. Synopsys och Ansys har haft ett strategiskt partnerskap under en tid, vilket slutade med att Synopsys lade ett bud på Ansys. Vi valde att sälja våra aktier eftersom transaktionen inte förväntades slutföras innan 2025, och en tredjedel av ersättningen är i en aktie med fluktuerande värde. För att ersätta Ansys köpte vi aktier i Hershey. Hershey har fokuserat på den amerikanska marknaden och vi gillar den kategori som Hershey verkar inom, då det finns lite inslag av privata märken på chokladmarknaden. Hershey har också förvaltat denna position väl. Hershey handlas nu till cirka 20 gånger vinst och cirka 5 procent free cash flow yield. Ungefär hälften av free cash flow delas ut i utdelning, vilket ger en direktavkastning på cirka 2,5 procent.

Under mars köpte vi aktier i MSC Industrial. MSC är en distributör som har sin styrka inom metallindustrin med särskilt fokus på skärverktyg. Det intressanta är att börsnoterade aktörer som MSC ofta konkurrerar mot mindre lokala och regionala aktörer, vilket gör att de är väl positionerade för att ta marknadsandelar. Företaget är rimligt prissatt på dagens nivåer och bör kombinera utdelning med god resultatutveckling över tid.

I april köpte vi aktier i First American Financial, som hanterar försäkringar i samband med pant och fastighets-överlåtelse vid fastighetstransaktioner. Det är mer en tjänst än ett traditionellt försäkringsföretag. Denna tjänst säkerställer nödvändigt förtroende på transaktionsmarknaden för fastigheter. Vi gillar First American Financial eftersom de har en stark position på en strukturellt

intressant marknad, som kan beskrivas som ett konsoliderat oligopol med lite konkurrens. Slutkunden väljer inte leverantör; det är långivare, mäklare eller advokater som gör det. Företaget betalar en bra utdelning på 3,9 procent och använder överskott kapital för att köpa tillbaka aktier.

I maj köpte vi aktier i Verisign. Verisign driver i praktiken ett monopol för tilldelning av .com och .net-domännamn. De har en fast kostnadsbas som täcker kostnaderna för att administrera sina domäner, och den marginella kostnaden för att tilldela ett nytt domännamn är nära noll. Verisign har en förutsägbar affärsmodell. Historiskt har företaget varit prissatt högre än S&P 500, men idag prissätts företaget på nivå med marknaden. Företaget har en stark balansräkning och kan använda största delen av sitt kassaflöde för aktieåterköp. För att finansiera köpet av Verisign sålde vi våra aktier i SiteOne. Vi tror att företaget fortfarande har goda förutsättningar att konsolidera marknaden för landskapsprodukter under de kommande åren, men valde att sälja våra aktier då vi anser att företaget är något övervärderat efter en stark kursutveckling förra året och början av året. Vi får också liknande exponering genom MSC Industrial och Grainger.

I juli köpte vi aktier i Apple. Förändringstakten på smarttelefonmarknaden har minskat då marknaden blivit mer mogen och omloppshastigheten på telefoner har gått ner eftersom livslängden för iPhone har ökat. Det ger lägre tillväxt i antalet sålda telefoner, men minskar sannolikheten att byta produkt. Detta skapar stabil efterfrågan och kunder föredrar Apples produkter. Man betalar för kvaliteten hos Apple. Samtidigt är Apple ett av de mer disciplinerade teknologiföretagen och effektiva när det gäller kapitalanvändning. För att finansiera köpet av Apple sålde vi våra aktier i Intercontinental Exchange. Företaget har presterat bra över tid, men en kombination av kursutveckling och skuldsättning, samt att vi har annan god finansiell exponering, ledde till att vi sålde våra aktier.

Under oktober köpte vi aktier i Amazon. Företaget har en diversifierad exponering inom e-handel, annonsmarknaden och marknaden för molntjänster. Företaget fortsätter att växa, samtidigt som det har ett större kostnadsfokus och har fått större skala på sina investeringar i logistiknätverket. Detta bör ge god inkomstillväxt framöver och de kombinerar detta med en stark balansräkning. För att finansiera köpet av Amazon sålde vi bland annat Dollar General, som vi nämnt bland negativa bidragsgivare.

I november köpte vi aktier i Pepsi och Autozone. Pepsi ger en diversifierad konsumtionsexponering, då de äger starka varumärken inom snacks, såsom Cheetos, Doritos, Lay's och Tostitos, samt drycker som Gatorade, Pepsi, Mountain Dew, 7UP och Rockstar. Företaget är rimligt prissatt med en direktavkastning på 3,3 procent. Autozone är den ledande distributören av diverse typer bildelar och har en affärsmodell liknande en distributör, med bred och djup produktportfölj, rimliga priser och god teknisk kompetens för att hjälpa kunderna. För att finansiera köpen av Pepsi och Autozone sålde vi våra aktier i Unifirst och NRC Health. Unifirst är en av de större leverantörerna av arbetskläder för olika branscher som handel, restauranger och industri. Vi sålde våra aktier då prissättningen har ökat, samtidigt som vi anser att Pepsi och AutoZone utgör mer intressanta långsiktiga investeringar. Vi sålde våra aktier i NRC Health då den fundamentala utvecklingen inte följde vår förväntan.

Vi avslutar året med 35 företag i fonden.

Utsikter

Den amerikanska aktiemarknaden har levererat god avkastning över tid eftersom USA:s politiska och ekonomiska system möjliggör långsiktig värdeskapande. Som en konsekvens har S&P 500 levererat en inkomstillväxt på mellan 6 och 7 procent sedan 1960. Förväntningarna för 2025 är höga. Enligt Factset är förväntningarna på inkomstillväxt för S&P 500 för 2025 och 2026 15 respektive 14 procent. S&P 500 är prissatt till cirka 22 gånger nästa års vinst. För att uppnå en normaliserad trendtillväxt i vinsterna kan det vara förnuftigt att basera sig på det långsiktiga genomsnittet. År 1960 var vinsten per aktie för S&P 500 cirka 3,3 dollar och indexet handlades till 58,11. Om vi antar en 6,6 procents tillväxt i resultat per aktie, som S&P 500 har uppnått sedan 1960, så är trendvinsten för 2024 och 2025 respektive 205 och 219 dollar per aktie. Med ett index på 5881,63 betyder det att S&P 500 är prissatt till cirka 27 gånger förväntad trendvinst för 2025, medan den historiska genomsnittliga prissättningen har varit närmare 16–17 gånger vinst, med något högre prissättning sedan början av 90-talet, runt 20 gånger vinst.

Exemplet från boken *Financial Physics*, skriven av Rama Rao, visar att de fundamentala faktorerna resultatutveckling och utdelning är de som driver avkastningen på 40 års sikt. På kortare sikt, även på 20 år, har reprising en stor påverkan. Den amerikanska aktiemarknaden har gett 14,6 procent årlig avkastning sedan slutet av 2008. Sedan finanskrisen nådde botten 2009 har den amerikanska aktiemarknaden levererat god avkastning tack vare bidrag från alla tre drivkrafter: god resultatutveckling, utdelning och en stark omvärdering av amerikanska aktier. Om vi ser på prissättningen av amerikanska aktier i förhållande till trendresultat, har den gått från 11,6 gånger vinst vid slutet av 2008 till 27 gånger vinst vid slutet av 2024. Vi tror att investerare under de senaste 15 åren, efter finanskrisen, har blivit bortskämda med ovanligt god avkastning. På grund av kvaliteten förtjänar den amerikanska aktiemarknaden en högre prissättning än andra marknader, men samtidigt är det svårt att bortse från att prissättningen är på höga nivåer i historisk kontext. Det gör det svårt att föreställa sig att vi kan förvänta oss liknande avkastning under de kommande 15 åren, och vi tror att investerare är mer hjälpta av mer realistiska avkastningsförväntningar framöver. "Magnificent 7" har utan tvekan byggt starka marknadspositioner och levererat fantastisk resultatutveckling. Dessa företag utgör nu cirka 34 procent av

S&P 500, och de 10 största företagen utgör nästan 40 procent av indexet. Detta gör att några få företag blir viktiga för marknadsavkastningen framöver. De stora teknologiföretagen som Microsoft, Alphabet, Apple, Meta och Amazon har utan tvekan starka marknadspositioner som är svåra för konkurrenter att utmana, men de är också prissatta för fortsatt stark resultatutveckling. Den ökande koncentrationen har lett till att marknadsviktad S&P 500 har gett bättre avkastning än en lika viktad version av S&P 500 under de senaste 5 åren. Historiskt, över lång tid, har det motsatta varit fallet.

En stor osäkerhet är om de stora investeringarna i artificiell intelligens (AI) kommer att bestå. En viktig fråga är hur stor effekten är av att träna AI-modeller med ytterligare data och datorkapacitet. Det finns tecken på att trenden avtar. Detta kan potentiellt ha stor påverkan på investeringarna och efterfrågan på halvledare och annan datainfrastruktur, och vi anser att den risken inte kan ignoreras. Ett annat moment är risken för att det överinvesteras i AI-infrastruktur på kort sikt i förhållande till inkomstmöjligheterna och lönsamheten i dessa investeringar. Ett större fokus på lönsamhet bland investerare, som vi såg 2022, kan påverka företagens prioriteringar, vilket kan påverka investeringarna och därmed efterfrågan på AI-infrastruktur.

Vi tror på att ha en balanserad och diversifierad portfölj över sektorer, affärsmodeller och graden av återinvesteringar i förhållande till utdelning och/eller återköp. Detta leder till att vissa företag har högre förväntningar på långsiktig resultatutveckling, medan andra företag kommer att ge högre direktavkastning genom att en större andel av överskottet återförs till investerarna genom återköp och utdelningar. Sammanfattningsvis är ambitionen att sätta ihop en portfölj som totalt sett levererar rimliga utdelningar, återköp och resultatutveckling över tid, samt att dessa företag är motståndskraftiga. Detta anser vi ger god riskdiversifiering, även om det är mindre fokus på risk och riskdiversifiering i dagens marknad, som i hög grad präglas av optimism.

Med en önskan om ett framgångsrikt investeringsår!