

FÖRVALTARKOMMENTAR

Året 2024 började relativt bra på aktiemarknaderna och förväntningarna på den kommande resultatsäsongen var höga. Den makroekonomiska bilden hade inte förändrats mycket sedan slutet av 2023, då fokus fortfarande i stor grad var riktat mot den amerikanska ekonomin och vad centralbanken skulle göra. Det var väntat med betydande ränteavdrag under 2024, men detta ändrades senare eftersom ekonomin fortfarande gick relativt bra.

Med mycket fokus på räntor följde också fokus på räntesensitive branscher – och här ingår banksektorn. Under en period hade vi förväntat oss lägre kreditväxt kombinerat med måttliga förluster, vilket vi trodde skulle ge högre utdelningar. Detta verkade inträffa och vi fick goda rapporter från våra innehav i **Sparebank1 SR-Bank**, **Sparebank1 SMN** och **Sparebanken Vest**.

Inledningen av 2024 var också präglad av ännu högre geopolitisk osäkerhet, särskilt från situationen i Röda havet som påverkade transport och varuflöde. Detta såg initialt inte ut att påverka energimarknaderna i någon större utsträckning, men situationen var föränderlig och kunde snabbt förändras.

I månadsrapporten för januari skrev vi om "**bullwhip-effekten**". Lagerförändringar är ett ganska torrt begrepp men betyder mycket för enskilda företag och branscher på kort sikt. Anledningen till detta är att för de flesta företag är efterfrågan svår att förutspå, vilket gör valet av lagerstorlek också svårt.

Den så kallade bullwhip-effekten stammar från detta, och refererar till ökade svängningar i efterfrågan när den fortplantar sig genom värdekedjan. Efter covid har det varit en minskning av lager i många industrier, vilket har påverkat ett antal enskilda företag i betydande omfattning. Vid ingången av året uppfattade vi att många företag nu trodde att denna effekt var över. Detta var förmodligen korrekt, men efterfrågeökningen lät ändå vänta på sig under 2024.

I februari var resultatsäsongen för fjärde kvartalet 2023 över och för portföljföretagen i **ODIN Norge** hade rapporterna varit relativt bra och den tillhörande positiva kursreaktionen på marknaden var tydlig.

De flesta av företagen tjänade fortfarande bra med pengar och den relativt osäkra makrobilden under 2023 hade inte lett till någon betydande försvagning i tillväxt och marginaler. Kommentarererna kring utsikterna för 2024 var fortfarande måttliga i många sektorer, förutom leverantörsindustrin inom energimarknaden där aktiviteten var hög och det förväntades fortsatt intäktsökning och förbättrade marginaler under 2024. Våra innehav inom konsulttjänster levererade bra. **Multiconsult** rapporterade starka resultat och hade lyckats växa organisationen på ett bra sätt under året. Detsamma gällde **Bouvet** som hade hög tillväxt i bemanning.

I februari rapporten skrev vi om affärsmodeller och riskkontroll. En viktig del av analyserna vi på Odin gör när vi ser på potentiella portföljföretag är risken i företagens affärsmodeller. I praktiken innebär detta att bedöma både vad som potentiellt kan gå fel och också vilka åtgärder ledningen och organisationen i företagen kan vidta för att hantera problem som uppstår.

Ett exempel där detta är avgörande är inom entreprenörsbranschen där vårt innehav **Veidekke** är exponerat. I grund och botten har denna industri relativt låga marginaler, och det är därför väldigt viktigt med god projektstyrning, eftersom misstag i enstaka projekt snabbt kan förstöra vinsten för hela koncernen. Risken i affärsmodellen hanteras primärt genom god planering och rimliga kontraktsvillkor, samt att kostnadsbasen är

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. Fondens 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 inter-nationella bolag med inriktning på attraktiva råvarumarknader med starka kostnadspositioner. Den sista gruppen består av bolag med unika tekniska positioner och inriktning på attraktiva nischmarknader. Fondens utgörs genomgående av solida bolag som har attraktiva positioner och levererar god avkastning.

[Läs om Odin-modellen här >>](#)

flexibel genom omfattande användning av underleverantörer.

Alla företag, även de av högsta kvalitet, kommer att möta utmaningar och behöva vara anpassningsbara. Denna förmåga är viktig för oss och följs upp i vår dialog med ledning och styrelse i enskilda företag.

Under mars månad var aktiemarknaden fortfarande ganska stark, trots att marknaden nu prisade in ett relativt måttligt ränteavdrag eftersom inflationen fortfarande hållts uppe. Resultatsäsongen för 2024 var över och för de företag som finns i fonden hade rapporterna varit relativt bra. Detta trots att förändringarna i vinstestimat för **Oslo Børs** totalt sett var negativa, och detta ansåg vi talade för att kvaliteten på våra företags lönsamhet är god.

Under 2024 såg vi att de positiva trenderna inom försvar och energi, som vi har observerat under en längre period, fortsatte. Ett exempel på detta var **Kongsberg Gruppen**, som upplevde stor efterfrågan från kunder, och en nyhetsbild präglad av press på ökade försvarsinvesteringar gjorde att värderingen av aktien steg avsevärt, även under 2024.

I månadsrapporten för mars skrev vi om **god bolagsstyrning**. Våren är en aktiv period för arbete relaterat till kommande årsstämmor i portföljföretagen där vi är medägare. Som bekant ska årsstämmorna hantera en rad formella frågor, där val av styrelse och ersättning är bland de viktigaste. På Odin kan vi inte själva sitta i styrelserna i portföljföretagen, men vi lägger stor vikt vid arbetet med valberedningarna. Valberedningen är en enhet i företagen som kanske inte är så känd men som har betydande inflytande över styrningen av företagen. Detta beror på att valberedningen har ansvar för att föreslå kandidater till styrelseval och fastställa ersättning för styrelseledamöter.

I april var rapporteringssäsongen för första kvartalet 2024 i full gång, med något mer varierande resultat bland företagen på världens börser. På **Oslo Børs** var vinsten fortsatt mycket bra jämfört med tidigare perioder, och vi såg positiva trender bland våra egna portföljföretag.

I den tematiska delen av rapporten skrev vi om den höga utdelningsgraden på Oslo Børs och i fonden. De senaste åren har vinsterna på Oslo Børs varit höga, och även om en del företag har goda investeringsmöjligheter, är den finansiella robustheten så pass god att det finns utrymme för relativt höga utdelningar. I år, som förra året, ligger den underliggande utdelningsgraden i ODIN Norge nära 5 procent. Detta är ovanligt på aktiemarknaden och framstår som mycket attraktivt.

Som ägare är vi egentligen ännu mer intresserade av att företagen investerar i lönsam tillväxt, eftersom detta är mest positivt för långsiktig värdeskapning. Samtidigt är det väldigt positivt att se kapitaldisciplin i företagen i situationer där eventuella investeringsmöjligheter inte är tillräckligt attraktiva. Att hitta denna balans är något av det viktigaste en styrelse och en ledning i ett företag gör, och på Odin är vi alltid fokuserade på att diskutera detta när vi träffar ledning och styrelse i de enskilda företagen.

I maj noterade vi att fonden hade en bra spridning mellan olika sektorer, men som på börsen är det en betydande andel företag där energipriser spelar en stor roll. Vid den här tiden hade oljeserviceindustrin upplevt ett allt bättre marknadsläge, och när vi ser på resultaten för första kvartalet 2024 var det just denna sektor som stack ut på den positiva sidan. På den svagare sidan var företag inom industri- och materialsektorer samt något blandad utveckling inom sjömatsektorn.

Olje- och gas-, samt finanssektorn, är viktiga bidragsgivare till vinsten på Oslo Børs, men om vi vid den här tidpunkten enbart ser på de andra återstående sektorerna var vinsten nu nästan dubbelt (!) så hög som genomsnittet under det senaste decenniet. Det är också här som den största andelen bokvärden finns – och där det största bidraget till tillväxt ligger.

I månadsrapporten skrev vi om stor tillväxt i orderböckerna i vissa segment. Traditionell industri och råvarumarknader har normalt ett betydande inslag av cykikalitet, och ofta begränsad prissättningsmakt för företagen. Denna variation på marknaderna kan i grunden hanteras på två sätt – antingen genom att affärsmodellen är flexibel och kapitallätt, eller genom att man säkrar långa kontrakt med kunderna.

Vi noterade att orderböckerna, särskilt inom oljeservice, var i färd med att växa avsevärt – för att inte säga till rekordnivåer. Priser och marginaler på dessa kontrakt verkar också vara attraktiva med tanke på en stram marknadsbalans. Detta ger utsikter till långsiktig god vinst, och vi ser nu kontraktsdiskussioner för perioden 2027-2030. Vi tror därför att vi står inför en god period för **Subsea7** och **DOF Group** som kommer att sträcka sig ut över detta decennium.

Efter några starka månader under 2024 blev juni en pausmånad för **Oslo Børs**. Vi ansåg ändå att företagen hade goda vinster, och att många företag byggde i de nämnda orderböckerna och den underliggande efterfrågan som gav bra odds för framtiden.

I juli började rapporteringssäsongen för andra kvartalet, och vi noterade ännu en gång relativt goda rapporter. Trenderna från första halvåret såg ut att fortsätta. När augusti var över kunde vi med viss tillfredsställelse konstatera att särskilt marginalutvecklingen – som demonstrerar kvaliteten i de företag vi äger – var mycket positiv.

Vi noterade även att om börserna hade varit relativt starka även under 2024, så avvek detta från det makroekonomiska läget, som var mer blandat beroende på vilket land eller region man såg på. Bland mer företagsspecifika nyheter såg vi att **Sparebanken Vest** hade kommit överens om att slå sig samman med **Sparebanken Sør**, vilket gör banken ännu större och med tillhörande synergieffekter. ODIN Norge har en betydligt större andel Sparbanker i portföljen jämfört med fondindexet, och vi tror på fortsatt god lönsamhet på denna marknad.

I den tematiska delen av månadsrapporten skrev vi om tålamod på aktiemarknaden. På Odin fokuserar vi på kvalitetsföretag, och anledningen till detta är att vi anser att sådana företag ger andelsägarna den högsta riskjusterade avkastningen över tid. Vi är långsiktiga, och detta innebär att vi alltid kommer att ha aktier i portföljen som för tillfället är mindre populära och där kursutvecklingen därför är svagare än marknaden i stort. Där vi inte har tålamod är om någon av portföljbolagen agerar på ett sätt som strider mot vad vi anser är god styrning och riskhantering. Vi är aktiva investerare och reagerar snabbt och kraftfullt för att påverka ledning och styrelser i positiv riktning.

Höstmarknaden är alltid spännande eftersom historiken visar att detta är en period med svagare och mer volatil utveckling. Det kan finnas flera orsaker till detta, men en är förmodligen att det är en period där vinstutsikterna granskas och helårsestimat ofta justeras ned.

I september noterade vi exempel på både den norska och den nordiska marknaden där enskilda företag var tvungna att ge resultatvarningar och nedjustera sina helårsprognoser. Ingen är helt immun mot sådana händelser, men vi menar att företag av hög kvalitet bör vara mer robusta och handlingskraftiga om tiderna skulle bli tuffare. Vissa sådana uppdateringar kom i samband med så kallade kapitalmarknadsdagar (CMD), där företag presenterar en grundlig genomgång av sin verksamhet för potentiella nya och befintliga investerare.

Vi skrev om just **kapitalmarknadsdagar** i månadsrapporten. Sådana evenemang bland börsnoterade företag sker med jämna mellanrum och kan vara användbara att följa, särskilt för investerare som inte känner ett företag sedan tidigare, men i mindre grad för erfarna förvaltare. Dessa presentationer innehåller ofta en detaljerad genomgång av affärsområden och marknader, samt en sektion om finansiell status där det ofta ges kommentarer om framtiden (guiding).

Erfarna förvaltare vet dock att det är omöjligt att förutsäga framtiden, även med mycket kunskap om företaget och branschen. Det viktiga är istället att förstå vilken position ett företag har och vilka verktyg ledningen kan använda för att lyckas. Vi upplever att våra portföljföretag har ett bra grepp om detta, vilket ger oss trygghet när det gäller framtida lönsam tillväxt.

Inför rapportssäsongen för tredje kvartalet 2024 var marknaden något nervös då det kom fler resultatvarningar än vad som varit vanligt de senaste åren i Norden. I slutet av oktober kunde vi dock konstatera att våra portföljföretag levererade resultat som var relativt bra i förhållande till förväntningarna.

I oktoberrapporten skrev vi om hur ett företag kan ha en stark position med ett attraktivt kundvärdeerbjudande. När vi bedömer om ett företag har en stark position ser vi på specifika faktorer:

1. **Immateriella tillgångar:** Besitter företaget licenser, patent eller varumärken?
2. **Byttekostnader:** Är det kostsamt eller riskabelt för kunden att byta leverantör?
3. **Nätverkseffekter:** Ökar kundvärdet ju fler som använder produkten?
4. **Kostnadsfördelar:** Har företaget strukturellt lägre kostnader än sina konkurrenter?

Ett exempel på detta är **Schibsted**, ett mediekonglomerat som kontrollerar bland annat **Finn.no** och andra onlineplattformar, och som därmed utnyttjar nätverkseffekter. I Norge har **Finn.no** en mycket stark position som byggts upp över lång tid och som idag är mycket lönsam. Vi tror att priserna på Finn.no kommer att fortsätta att öka de kommande åren, och vi anser dessutom att det finns gott om utrymme för detta eftersom det värde användarna får från att använda tjänsterna är mycket större än kostnaden. Kundvärdet är helt enkelt mycket attraktivt.

I november kunde vi avsluta rapportssäsongen för tredje kvartalet 2024 och konstatera att den operativa utvecklingen för portföljföretagen fortsatte att vara ungefär som förväntat – med tanke på att företagen befinner sig i olika faser av branschcykler. Ett exempel är **AutoStore**, som vi köpte under sommaren 2024. Vi anser att det är ett kvalitetsföretag med ett bra kunderbjudande, goda marginaler och låg skuldsättning, men som under en tid har upplevt motvind på sin slutmarknad. Den senaste rapporten tyder på att efterfrågan är stabil, men att vi fortfarande måste vänta på en återhämtning.

Den största händelsen i november var naturligtvis presidentvalet i USA. Donald Trump och republikanerna gick segrande ur valet, och både media och analytiker publicerade bedömningar om vilka konsekvenser detta kommer att få. Politik, samhällsliv och makroekonomi är på många sätt viktiga ingredienser i en investeringsanalys – men det kan vara svårt att göra rätt bedömning.

Som investerare med fokus på specifika kvalitetsföretag har vi dock en stor fördel. Det är inte egentligen vi, utan snarare styrelsen, ledningen och organisationen i dessa företag som ska bedöma, anpassa sig till och utnyttja de möjligheter som uppstår i sådana situationer. Vi vet att företagen är robusta och har navigerat osäkra och utmanande tider tidigare.

Vi lutar oss också något mot uttrycket: "Most of the things that can happen, don't happen." Världen förändras ständigt, men kanske inte alltid så mycket som man kan få intryck av i media.

Ändringar i portföljen

Fonden ODIN Norge har relativt låg omsättningshastighet eftersom vi är långsiktiga investerare i hållbara kvalitetsföretag. Vi gör ändå löpande bedömningar av alla case, på jakt efter både möjligheter och områden där vi kan ha fel. De största förändringarna under 2024 var att vi sålde hela innehavet i **XXL ASA** i början av året till en industriell ägare, och vi har tagit in **AutoStore** som en betydande position i portföljen. Vi har också tagit in **Nordic Semiconductor**. Vidare har vi ökat i **Gjensidige**, **Yara**, **DNB** och **Veidekke**. Vi minskade något i oljeservice på bra kursnivåer samt reducerade vår position i **Schibsted**.

Bidragsgivare

De största bidragsgivarna under 2024 var **Kongsberg Gruppen**, **Schibsted**, **DOF Group**, **Multiconsult**, **Orkla**, **Subsea7** och **Vår Energi**. De svagaste aktierna, givet storleken på innehavet, var **Aker BP** och **Yara International**.

Utsikter och makroekonomi

Som nämnts tidigare, författaren av denna kommentar kommer inte att komma med specifika spådomar – de träffar sällan rätt. Vi kan dock ha en relation till de trender och faktorer som särskilt påverkar ekonomin och finansmarknaden för närvarande – och därmed överväga några scenarier för framtiden.

Vi tror att det kan bli stora regionala skillnader under 2025, vilket vi redan ser konturerna av. På finansmarknaden har Europa och delvis Norden blivit hårt straffade på grund av svag makroekonomi, men detta kan återhämta sig från en djup botten. Särskilt kan konsumenten i denna region överraska positivt.

Geopolitik kommer fortsatt vara högt på agendan eftersom Donald Trump kommer att installeras som president i USA och kan sätta stor prägel på utrikespolitiken.

Vi anser dock som vi har gjort tidigare år att våra företag antingen är prissatta så lågt eller har så stor motståndskraft att de kommer att klara sig relativt bra även om det skulle bli tuffare tider än vi såg under 2024.

Som tidigare nämnt, vi är fortfarande av den uppfattningen att investeringar i traditionella industrier är för lågt prissatta i relation till den förväntade tillväxten i världsekonomin och kommer att bidra till ökad inflation över tid. Detta beror säkerligen på flera faktorer som högre avkastningskrav (räntor), geopolitik och politiska åtgärder (inklusive åtgärder inom energisektorn).