

ODIN Global 31/12/2024

Fonden har andelsklasser - A, B, C och D

FÖRVALTARKOMMENTAR

2024 blev ett mycket bra år för den globala aktiemarknaden. Det mest anmärkningsvärda med börsutvecklingen under det gångna året var den enorma skillnaden i avkastning mellan den amerikanska och den europeiska aktiemarknaden. Detta är inte ett nytt fenomen. Amerikanska aktier har generellt presterat betydligt bättre än europeiska de senaste tio åren, men aldrig har skillnaden i ett enskilt år varit så stor. Det amerikanska aktieindexet S&P 500 steg med 25 procent under 2024 (i dollar), medan den europeiska STOXX600-indexen steg med 9 procent (i euro). Prisskillnaden mellan de två marknaderna är nu historiskt stor. S&P 500 är prissatt till 21,6 gånger förväntad vinst, medan STOXX600 är prissatt till endast 13,3 gånger förväntad vinst.

En relaterad trend är den starkt ökande koncentrationen på aktiemarknaden. Den starka avkastningen i USA drivs i stor utsträckning av stora teknologiföretag. Liksom under 2023 stod endast sju aktier, de så kallade Magnificent 7 (Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta och Tesla), för ungefär hälften av avkastningen i S&P 500. Dessa aktier utgör nu hela 34 procent av S&P 500 och 25 procent av världens aktiemarknad. Detta är en historiskt hög koncentration på aktiemarknaden.

Konsekvensen av detta är att utvecklingen för ett fåtal företag blir väldigt styrande för den totala avkastningen på aktiemarknaden.

Bakgrunden till den höga avkastningen för amerikanska aktier var en solid utveckling i den amerikanska ekonomin, med fallande inflation och utrymme för centralbanken att sänka styrrentan. Vi fick räntesänkningar på 0,5 procent i september, 0,25 procent i november och 0,25 procent i december. Valet av Donald Trump som president bidrog också till ökad optimism på marknaden. Det är främst Trumps ambitioner att sänka skattenivåerna och hans önskan om färre regleringar i den amerikanska ekonomin som kommer att vara positivt för aktiemarknaden. Givet att republikanerna vann majoriteten i kongressen ökade också sannolikheten för att Trump faktiskt får genomföra sin politik. Samtidigt kommer Trumps politik sannolikt att vara inflationsdrivande, vilket kan leda till högre räntor och sätta gränser för hur kraftigt Trump kan genomföra sina planer.

Investeringarna i artificiell intelligens (AI) präglade också aktiemarknaden under 2024. Även om vinsterna från AI-produkter och tjänster fortfarande är begränsade, investeras enorma belopp i datacenter utrustade med de senaste AI-chipen för att utveckla, testa och använda AI-modeller. Särskilt i början av året var marknaden villig att värdera upp AI-relaterade aktier och Nvidia steg till över 3000 miljarder dollar i marknadsvärde. Under sommaren fick vi en period då dessa aktier utvecklades svagt, och vi upplevde betydande svängningar mot slutet av året. Detta speglar mycket höga vinstförväntningar för dessa aktier. Samtidigt råder betydande osäkerhet kring hur snabbt vi kommer att se AI-tjänster som ger betydande produktivitetsvinster och vinstpotential implementeras i stor skala.

Även om de europeiska aktierna som helhet var betydligt svagare än de amerikanska, fanns det ljusglimtar även bland europeiska företag. Vi har flera europeiska företag i fonden med starka globala marknadspositioner, som har levererat bra resultat under 2024. Det är främst företag med fokus på den europeiska konsumenten som har haft det något tuffare, vilket vi har få innehav av i fonden. Den tyska bilindustrin kämpar också med lönsamheten och konkurrensen från kinesiska biltillverkare. Europa som region står inför utmaningar som brist på billig energi, för mycket byråkrati och för låg innovationskraft. Högre amerikanska tullar på europeiska varor kan också skapa problem för flera europeiska företag. Det betyder inte att det inte finns bra företag i Europa som kan ge god avkastning, men man måste vara selektiv och särskilt försiktig med de sektorer av den europeiska ekonomin som har de största utmaningarna.

Vi har liten exponering mot framväxande ekonomier i ODIN Global, men utvecklingen i Kina är något vi följer noggrant, och som påverkar flera av våra aktier. Den kinesiska

Förvaltare:



Harald Nissen



Håvard Opland

Varför investera i fonden?

ODIN Global är en indexoberoende fond utan begränsningar gällande geografi, sektorer eller bolagsstorlek. Fonden förvaltas enligt vår disciplinerade och beprövade investeringsfilosofi Odin-modellen som fokuserar på långsiktigt ägande i hållbara kvalitetsbolag som kan växa lönsamt över tid, utan för mycket skulder. ODIN Global består av en koncentrerad portfölj och tar stora avvikelser från index.

Hur är fonden positionerad?

Fondens storlek möjliggör investeringar i mindre bolag. Vi tror på högre avkastning i små kvalitetsbolag och har därför en stor andel av fonden investerad i dessa. Förutom att vara positionerade för starka och förutsägbara tillväxt drivare är förvärv en viktig värde drivare för många av våra decentraliserade affärsmodeller. Dessutom har vi investerat i ett antal stora bolag med unika globala marknadspositioner på marknader med förutsägbara tillväxt.

[Läs om Odin-modellen här >>](#)

ekonomin är inne i en kritisk omställningsfas. Kinas tillväxt har historiskt drivits av export av arbetsintensiva produkter, men Kina vill, delvis på grund av ökade lönekostnader, vända ekonomin mot produktion av högteknologiska produkter. Fastighetsmarknaden har också varit en viktig tillväxt drivare i ekonomin, men överinvesteringar och fallande fastighetspriser har på senare tid skapat stor osäkerhet. Detta har gjort kinesiska konsumenter mer försiktiga med sina pengar. Därför vidtog de kinesiska myndigheterna flera ekonomiska åtgärder under 2024 för att få fart på tillväxten i den kinesiska ekonomin. Detta satte fart på den kinesiska aktiemarknaden i mitten av september efter en längre period av svag utveckling. Det blir intressant att se i vilken grad dessa åtgärder lyckas stärka den inhemska efterfrågan. Det blir också spännande att se hur Kina kommer att navigera genom högre amerikanska tullar på kinesiska varor och ytterligare begränsningar för export av amerikansk teknologi till Kina.

Trots en stark avkastning under 2024 hamnade vi en bit bakom vårt referensindex. Detta beror i stor utsträckning på vår undervikt i de mycket omtalade "Magnificent 7". Den amerikanska dollarn har stärkts avsevärt under året, vilket har bidragit positivt till avkastningen mätt i lokal valuta. Samtidigt har vår undervikt i amerikanska aktier lett till att vi har förlorat relativt sett till indexet på denna utveckling. Fondens avkastning har drivits av andra företag än de som har varit de dominerande drivkrafterna i indexet. Avkastningen kommer från flera olika sektorer och investeringsteman. Detta speglar den naturliga dynamiken i vår koncentrerade portfölj, där företagen kompletterar varandra och bidrar till en balanserad och väl diversifierad exponering.

Bidragsgivare till fondens avkastning

De bästa bidragsgivarna för året blev den tyska ERP-leverantören SAP, det brittiska specialförsäkringsbolaget Beazley och det kanadensiska programvarukonglomeratet Constellation Software.

SAP steg med över 70 procent under året och vi har fått bra betalt för att vara tålmodiga ägare efter en period med svag kursutveckling. Företaget befinner sig nu i en fas där de börjar skörda vinster från övergången till molnbaserade lösningar och en mer lönsam, abonnemangsbaserad intäktmodell. Vidare ser vi en ny potentiell tillväxt drivare för SAP på sikt, eftersom företaget är i en position att dra stor nytta av artificiell intelligens. Under året har vi själva sett hur de integrerar AI för att effektivisera kundernas produktionsprocesser, logistik och lagerhantering.

Beazley har under de senaste åren gynnats av en stram marknad för katastrofförsäkring, i kombination med låga försäkringstapp, vilket har resulterat i en imponerande hög kapitalavkastning. Företagets ledning har visat god kapitaldisciplin genom att allokera resurser på ett förnuftigt sätt och har under det senaste året ökat utdelningarna till aktieägarna. Under ett år då många försäkringsbolag har rapporterat ökande katastroftapp, har Beazley levererat en imponerande combined ratio (förlust- och kostnadsprocent) på 80 procent. Trots en kursuppgång på hela 160 procent sedan vi investerade i aktien för tre år sedan, framstår den fortfarande som attraktivt prissatt till sju gånger nästa års förväntade vinst – en markant kontrast till betydligt dyrare amerikanska konkurrenter.

Constellation Software levererade ännu ett år med stark resultatutveckling, som kommer från en kombination av solid underliggande organisk tillväxt i omsättningen och kapitalallokering av hög klass genom förvärv av små vertikalt orienterade programvaruföretag. Företaget är idag mycket diversifierat med flera hundra dotterbolag. Förutom stark resultatutveckling har aktien blivit uppvärderad, likt många andra programvaruföretag. Avkastningen i aktien har varit starka 30 procent i årligt genomsnitt under de sju år vi har varit investerade.

Bland de som bidrog mest negativt till fondens avkastning var den amerikanska handelsplattformen **Etsy**, det franska programvaruföretaget **Dassault Systèmes** och det amerikanska sjukförsäkringsbolaget **Elevance Health**.

Elevance Health är den näst största leverantören av sjukförsäkring i USA. 2024 blev ett utmanande år för företaget på grund av en obalans mellan priserna på statliga försäkringsprogram (Medicaid) å ena sidan och hög medicinsk användning samt kostnadsinflation å andra sidan. Detta har lett till en ökning i den så kallade Medical Loss Ratio. Denna obalans kan fortsätta in i 2025, då statliga budgetcykler och justering av priser inte nödvändigtvis sammanfaller med den ökade medicinska användningen. Trots kortsiktiga utmaningar förändrar detta inte vår långsiktiga tro på företaget. Vi har utnyttjat denna möjlighet till att öka vår position i företaget.

Etsy är en global nätbaserad marknadsplats som kopplar samman små, oberoende säljare med köpare som söker unika, handgjorda eller vintageprodukter. Företaget har efter stark tillväxt under pandemin upplevt en stagnation i försäljningen. Vår investering baserades på företagets unika position och långsiktiga tillväxtpotentialer. Vi har troligen haft en alltför optimistisk syn på efterfrågan från den amerikanska konsumenten och var för tidigt ute med att köpa aktien.

Dassault Systèmes erbjuder programvarulösningar inom 3D-design, produktsimulering och uppföljning av produkter genom deras livscykel (product lifecycle management). Dassault hjälper företag att utveckla och optimera produkter virtuellt genom deras plattform, 3DEXPERIENCE. Företaget har nu motvind i flera slutmarknader. En svag bilmärknad i Europa och USA, samt fallande efterfrågan på deras programvarulösningar som används i kliniska studier och läkemedelsutveckling, har tyngt resultaten. Aktien har fallit med 25 procent från toppen. Vi anser för närvarande att detta är en cyklisk nedgång och inte tecken på några

strukturella problem.

Förändringar i fonden

Vi har köpt in sju nya företag i fonden i år och sålt tre företag.

Köp

I februari investerade vi i det amerikanska sjukförsäkringsbolaget **Elevance Health**. Elevance är ett av de största sjukförsäkringsföretagen i USA och försäkrar över 47 miljoner amerikaner. Företaget erbjuder både privata program som betalas av arbetsgivare, samt statliga program som Medicare och Medicaid. Dessutom erbjuder företaget i ökande grad egna hälsojänster, vilket ger dem bättre kontroll över kostnaderna och kvaliteten på sina försäkringsprogram. Everages konkurrensfördel ligger främst i företagets storlek, särskilt i de betydande marknadsandelarna på lokala marknader. Detta gör dem till stora inköpare av hälsojänster i ett givet område, vilket ger inköpsmakt och förbättrad lönsamhet. Storleken ger också låga administrativa kostnader per kund. Vi tror att Elevance kan ta marknadsandelar genom ökade investeringar i egna hälsojänster, vilket gör att de kan erbjuda mer prisvärda försäkringslösningar av hög kvalitet.

I maj köpte vi aktier i det amerikanska företaget Verisign. Företaget administrerar de två toppdomänerna .com och .net. Verisigns intäktskällor kommer från försäljning av domännamn genom ett stort antal distributörer. Priset som Verisign tar för ett .com-domännamn är 9,59 dollar per år. För stora företag som är beroende av att ha en .com-webbplats är detta en mycket liten kostnad i det stora hela. Verisigns ansvar för att administrera .com och .net är reglerat genom ett avtal med ICANN, en organisation som styr den globala tilldelningen av DNS-namn, internetadresser och protokollparametrar. Avtalet reglerar prisökningar som företaget kan ta ut. I genomsnitt kan Verisign höja priserna med 5–6 procent per år. Avtalet med ICANN förnyas automatiskt, såvida inte Verisign försummar sitt ansvar som administratör. Företaget har en solid balansräkning och kan använda största delen av sitt kassaflöde för aktieåterköp.

I augusti tog vi in Keysight Technologies, ett amerikanskt företag som är ledande inom elektroniska test- och mätinstrument som används i en rad olika industrier, men främst inom telekommunikation där man testar allt från signalstyrkan i mobiltelefoner till hela telekommunikationsnätverk. Keysights konkurrensfördelar ligger främst i ett brett produktsortiment, ett starkt varumärke och ett nära samarbete med kunderna som gör att de ligger i framkant när nya standarder och produkter ska testas. De är också delvis vertikalt integrerade, vilket gör att de är snabbare med att ta fram nya produkter. Företaget har en ledning med lång erfarenhet som har lett Keysight genom en period av lönsam tillväxt. Finansiellt är företaget solitt och har minimalt med skulder. Vi tror att Keysight kommer att vara ledande på den snabbt växande marknaden för testutrustning under lång tid framöver, inte bara inom telekommunikation, utan även inom bilindustrin, flyg- och rymdteknik, datacenter och halvledare.

I oktober tog vi in det amerikanska företaget Amazon och det italienska företaget Interpump. Vi beslutade oss för att ta in Amazon igen i portföljen efter att ha sålt det 2022. Vad som har förändrats sedan dess är att vi nu ser ett betydligt större kostnadsfokus hos Amazon. Deras stora investeringar i logistiknätverket börjar nu ge resultat, vilket underlättar för bättre lönsamhet och kassaflöde i e-handelsverksamheten framöver. Vi tror också att Amazon Web Services, deras molnplattform, kommer att dra nytta av företagets investeringar i AI. Det finns fortfarande mycket IT-infrastruktur som behöver flyttas till molnet, och Amazon är marknadsledare med över 30 procent marknadsandelar. Dessutom har Amazon stark tillväxt i digitala annonsintäkter med höga marginaler. Många produktsökningar startar nu på Amazons plattform och Amazon har stora möjligheter att omvandla denna söktrafik till annonsintäkter.

Interpump är ett ledande italienskt industriföretag inom högtryckspumpar och olika hydrauliska komponenter. Företagets grundare, Fulvio Montipo, som idag är styrelseordförande i Interpump, revolutionerade marknaden för högtryckspumpar med sina innovativa lösningar på 1970-talet. Idag har Interpump en marknadsandel på 50 procent för högtryckspumpar. Inom hydraulik är de en ledande leverantör till tillverkare av grävmaskiner, traktorer, jordbruksmaskiner och andra maskiner som är beroende av hydraulik. Interpump har höga marginaler och har visat förmåga att hålla lönsamheten stabil även genom perioder med svagare efterfrågan på sina slutmarknader.

Företaget är känt för sin kvalitet och är villigt att anpassa produkterna efter kundernas specifikationer. Sedan 70-talet har företaget köpt upp mindre konkurrenter inom hydraulik och högtryckspumpar till mycket attraktiva priser.

I november tog vi in det danska företaget Novo Nordisk. Företaget är en pionjär inom behandling av diabetes (insulin och GLP-1), fetma och andra allvarliga kroniska sjukdomar. Företaget har kämpat med att öka kapaciteten för att möta den stora efterfrågan på sina semaglutid-baserade läkemedel, särskilt Ozempic (för typ 2-diabetes) och Wegovy (för viktkontroll). Vi anser att dessa utmaningar är tillfälliga, och ser svag kursutveckling till följd av dessa utmaningar som en köpmöjlighet. Ser man på företagets långsiktiga potential, har Novo Nordisk en unik position på en diabetesmarknad som är värd över 50 miljarder dollar. Med en ökande förekomst av diabetes till följd av en äldre och mer överviktig befolkning, förväntar vi oss att Novo Nordisk kommer att ha goda tillväxtpotentialer, även om fler aktörer kommer in på marknaden och priserna på produkterna kan sjunka.

I december tog vi en position i det amerikanska företaget Ferguson. Ferguson är en ledande distributör av ventilations- och rörprodukter, produkter till vatten- och avloppssystem, brandsläckningssystem samt andra produkter som används av hantverkare, rörmokare och installatörer. Företaget fungerar som en mellanhand mellan över 30 000 leverantörer och över en miljon kunder i USA och Kanada. Cirka 75 procent av omsättningen i USA sker på marknader där Ferguson antingen är nummer ett eller nummer två. Konkurrenterna är små och medelstora företag som konkurrerar på fragmenterade och lokala marknader. Huvudskillnaden är att dessa konkurrenter inte har samma skala som Ferguson. Detta gör det möjligt för Ferguson att erbjuda ett mycket större produktutbud, med snabbare leverans, samt oftast lägre priser till sina kunder.

Försäljning

Vi valde att sälja svenska Industrade och amerikanska Intercontinental Exchange under augusti och september. Detta berodde på att vi såg bättre riskjusterad avkastning i Keysight Technologies.

I oktober tog vi det svåra beslutet att sälja Dollar General, som vi köpte första gången i juni 2023. Vi var för tidiga med att köpa in oss i Dollar General, då det som vi trodde var ett tillfälligt problem visade sig vara mer långvarigt. Företagets kärnkunder, hushåll med inkomster under 35 000 dollar, har haft det tufft med högre inflation under en längre period. Den ständigt ökande inflationen ledde till att denna kundgrupp inte gjorde lika många köp hos Dollar General som de annars skulle ha gjort. Ökad konkurrens från andra aktörer som Walmart ledde också till att en del kundtrafik hamnade hos andra aktörer. Företaget upplevde också högre svinn, samtidigt som de var tvungna att investera mer i personal och förbättring av sina butiker. Sammanfattningsvis bidrog dessa faktorer till både lägre kundtrafik och omsättning samt lägre lönsamhet. Vi valde därför att sälja och använda en del av medlen för att investera i Amazon och Interpump.

Vi avslutar året med 33 företag i fonden.

Utsikter

Förväntningarna om ytterligare räntesänkningar och en relativt robust global ekonomi, ledd av USA, är ett bra utgångsläge för aktiemarknaden inför 2025. Skattesänkningar och mindre regleringar i USA kan också ge ett extra lyft om Trump lyckas leverera det han lovat. Samtidigt är förväntningarna, i form av prissättningen på särskilt den amerikanska aktiemarknaden, på historiskt höga nivåer. Detta är resultatet av att aktiemarknaden under två år har "klättrat upp för en vägg av oro". Ränteoro, krig och stormaktskonflikter har inte varit nog för att stoppa stigande aktiekurser. Det är när osäkerheten är stor och förväntningarna är låga som det skapas förutsättningar för hög avkastning. Det är det vi har bevittnat de senaste två åren. Därför är det mer naturligt att förvänta sig en avkastning som är närmare det normala 2025.

Kommer 2025 att bli året då Europa tar revansch? Den relativt låga prissättningen av europeiska aktier talar för det, men låg prissättning är inte nödvändigtvis tillräckligt i sig själv. Vi måste troligen se konkreta tecken på förbättring i förutsättningarna för den europeiska ekonomin, vilket kan driva en betydande förändring i sentimentet, för att vi ska få en bred uppgång i europeiska aktier. Att den generellt låga prissättningen av europeiska aktier erbjuder spännande möjligheter i enskilda företag råder det dock inget tvivel om. Hälsovårdsföretag, teknik och industriföretag som är ledande på globala nischmarknader är några av de områden vi har satsat på.

Man kan också ställa sig frågan om vilka sektorer som kommer att driva den amerikanska börsen mot nya höjder. De stora teknologiföretagen som Microsoft, Alphabet, Apple, Meta och Amazon har utan tvekan starka marknadspositioner som är svåra för konkurrenter att utmana. Prissättningen är därefter, vilket gör dem beroende av fortsatt stark resultatutveckling för att aktiekurserna ska fortsätta stiga. Som sagt har vi en selektiv exponering mot Alphabet, Microsoft och Amazon.

När det gäller företag som levererar AI-infrastruktur är prissättningen och förväntningarna ännu högre. Även om AI är här för att stanna, är det inte givet att dessa företag kommer att leva upp till förväntningarna på kort sikt. En stor fråga är hur stor effekten är av att träna AI-modeller med ännu mer data och mer datorkraft. Det finns tecken på att den positiva effekten avtar kraftigt, och därför söker man andra metoder för att göra AI-modeller bättre och mer precisa. Detta kan potentiellt ha stor påverkan på efterfrågan på AI-halvledare och annan datainfrastruktur nästa år. Vi anser att risken för besvikelser inte kan ignoreras.

Givet hur koncentrerad marknaden är på stora teknologiföretag och AI-relaterade företag, blir deras utveckling viktig för börsutvecklingen framöver. Om Trump verkligen lyckas sätta ännu mer fart på den amerikanska ekonomin kan vi ändå se en uppgång ledd av en annan typ av företag. Inflation drivande ekonomisk politik kan leda till en bredare uppgång i mer cykliska aktier som finans och råvaror, samt små- och medelstora företag.

Vi positionerar inte ODIN Global enbart baserat på våra kortsiktiga förväntningar. Vi har en långsiktig investeringshorisont. Det kräver att vi har en fond som är exponerad mot attraktiva långsiktiga trender. Det kräver också att vi är investerade i företag som har förmåga att dra nytta av de möjligheter dessa trender ger, och som klarar av att bygga starka marknadspositioner.

Vi investerar i företagsledare som tänker långsiktigt och som gör bra investeringar som ger avkastning över tid. Det är avkastningen på det investerade kapitalet i de företag vi äger som driver högre aktiekurser och genererar utdelningar till oss som aktieägare över tid.

Vi har satt ihop en diversifierad portfölj av bra företag med låg skuldsättning, som handlas till vad vi anser vara attraktiva priser. Världen är full av osäkerhet och det finns alltid mycket att oroa sig för, men vi är optimister. Vi tror på en värld där innovation och risktagande skapar värde. Att investera i ODIN Global är ett bra sätt att ta del av denna värdeskapande process.

Med en förhoppning om ett bra investeringsår!