

# ODIN Emerging Markets NOK 31.12.2024

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

## FORVALTERKOMMENTAR

### Fondets og markedets utvikling

Året 2024 har vært et historisk år for aksjemarkedene, preget av sterk avkastning globalt, men med betydelige forskjeller mellom regioner og sektorer. Ved starten av året var forventningene dempet, med frykt for at USA kunne oppleve en resesjon som ville ha globale ringvirkninger. Likevel endret utsiktene seg dramatisk utover året. I USA viste økonomien imponerende styrke, og mot slutten av året var det få som forventet en resesjon i nær fremtid. Snarere ble risikoen for en overopphetet økonomi mer fremtredende, med høyere inflasjon og skatteletter som mulige konsekvenser av Donald Trumps retur som president. Markedene reagerte positivt på Trumps løfter om skatteuttak og dereguleringer, noe som bidro til økt optimisme.

Fremvoksende markeder hadde også et godt år, selv om utviklingen var mindre ensidig enn i de globale markedene. Teknologitunge Taiwan var blant de sterkeste aktørene, men andre markeder som Malaysia, India og Sør-Afrika viste også god vekst, drevet av henholdsvis teknologiproduksjon, innenlandsk etterspørsel og råvarer. Sør-Korea presterte derimot svakere, til tross for høy teknologieksposering, sammen med Brasil og Mexico som hadde utfordringer knyttet til politisk usikkerhet og svakere råvarepriser.

Den kinesiske økonomien, derimot, gikk gjennom en kritisk omstillingsfase. Myndighetene lanserte flere økonomiske tiltak for å stimulere innenlandsk etterspørsel og håndtere utfordringer i eiendomsmarkedet. Tiltakene ble mottatt med sterk optimisme i markedet, som sammenlignet dette med Europas "whatever it takes"-moment under eurokrisen. Dette ga et kraftig løft til kinesiske aksjer i september, men markedet forble usikker mot slutten av året. Det var dempet tro på at tiltakene ville lykkes med å løfte den innenlandske etterspørselen betydelig, spesielt med tanke på strukturelle utfordringer som høyere amerikanske tollsatser og ytterligere begrensninger på eksport av amerikansk teknologi.

Samlet sett var 2024 et år hvor de globale markedene viste imponerende motstandskraft og tilpasningsevne. Mens USA fortsatte å lede an med teknologidrevet vekst, var fremvoksende markeder preget av større diversifisering, noe som understreket deres viktige rolle i det globale økonomiske landskapet.

Fondet ODIN Emerging Markets har en noe konservativ portefølje med lav gjeldsgrad og lav rentesensitivitet. Fondet leverte likevel sterke resultater sammenlignet med markedet til tross for en mer konservativ portefølje. ODIN Emerging Markets er mer diversifisert enn markedet for øvrig, men vi ser at de selskapene som ligger i fondet har levert sterke tall og mange har styrket sin markedsposisjon i sine representative markeder. Som alltid er det enkelte investeringer som presterer bedre enn forventet og noen som er svakere. Totalt sett har dog vi opplevd flere positive overraskelser i 2024 enn negative noe som er med på å bidra til god avkastning.

### Positive bidragsytere

De beste bidragsyterne i 2024 var:

**TSMC** er verdens største halvlederstøperi, dvs. et selskap som produserer «semiconductors» for andre aktører som ikke ønsker eller i stand til å investere i egen produksjon. Dette er en kapitaltung prosess med høye inngangsbarrierer, og skala spiller en stor rolle. TSMC er absolutt ledende og er i stand til å skape vekst med høy lønnsomhet. Det investeres enorme summer i kunstig intelligens der NVIDIA har skapt et stort behovsløft for TSMCs kapasitet innen produksjon av halvledere. Dette har gagnet TSMC som klart største produsenter av AI-relaterte databrikker. Det har også blitt enda mer tydelige at TSMCs konkurrenter ikke klarer å levere det samme, noe som viser styrken i markedsposisjonen til TSMC. Vi vet ikke hvem som blir vinneren innen AI, men TSMC er «hakke og spade»-produsenten i dette gullrushet der det vil være mange aktører globalt som vil kjempe om å få en ledende posisjon innen AI-teknologi.

### Forvaltere:



Dan Erik Glover



Håvard Opland

### Hvorfor være investert i fondet?

ODIN Emerging Markets posisjonerer seg mot langsiktige vekstdrivere i fremvoksende økonomier, som økt kjøpekraft blant konsumentene og teknologit utvikling. Vi har et «defensivt» fond for de kundene som gjerne ønsker å ta del i veksten og velstandsøkningen i fremvoksende markeder, men som ikke ønsker for høy risiko.

### Hvordan er fondet posisjonert?

ODIN Emerging Markets består i dag av selskaper i fremvoksende markeder med sterke markedsposisjoner, høy kapitalavkastning og det vi anser som god eierstyring. Mange av våre selskaper selger sine varer direkte til konsumentene og vil derfor dra nytte av vekst i middelklassen samtidig som de i stor grad er skjermet fra politisk påvirkning. Med fokus på stabile forretningsmodeller med gode vekstmuligheter er fondet godt posisjonert til å skape god avkastning i årene fremover. Vi ønsker selskaper som opererer i ulike markeder, og som selger ulike produkter til ulike kunder.

[Les om Odin-modellen her >>](#)

**Chroma ATE** produserer og leverer testutstyr for elkraftkomponenter og har over 1000 ulike kunder og 40 års fartstid i denne bransjen. De har 60-70% markedsandel i en rekke nisjefelt og er spesielt eksponert til batteri- og elbilindustrien der de leverer ulike testutstyr til batteripakker, ladepunkter, elmotorer osv. Selskapet leverer også en rekke testutstyr til solkraftindustrien inkludert inverttere, samt tester av 3D sensorer, der mest kjente er ansiktsgjenkjennelesteknologien iPhone bruker når man låser opp skjermen. Selskapet har levert en solid utvikling i 2024, der spesielt deres testutstyr til halvlederindustrien har vokst, og med innpass i nye forretningsområder som eneste leverandør av testutstyr til avansert pakking av databrikker, er det gode utsikter for 2025 også. Ettersom selskapet jobber tett med kundens innovasjonsteam, har de sterke kundeforhold og leverer spesialbygde tester med en høyere margin. Dette har gitt solid lønnsomhet over tid. Selskapet er gründerdrevet med en sterk balanse og stabil utbyttepolitikk.

### Negative bidragsyttere

**Teleperformance** har hatt en utfordrende periode den siste tiden. Fremveksten av AI har preget markedsbildet, da utgangspunktet er at med AI, vil behovet for kundeservice forvitte, noe Teleperformance er en stor leverandør av. Selskapet har dog brukt AI aktivt i sine tjenester lenge før massen kjente til Chat GPT, og har vist at selskapet kan levere bedre tjenester og redusere kostnadene ved riktig bruk av AI som et hjelpemiddel. Dette tror ikke markedet på gitt hva markedet nå priser selskapet til. Vi er ikke enige med markedet og mener at markedet er for pessimistisk til selskapets utsikter. Vi tror at behovet fremover vil være en hybrid av menneskelig kontakt og hjelp fra generativ AI, noe Teleperformance trolig vil være en ledende aktør i.

**Samsung Electronics** har hatt et utfordrende år. Selskapet har hatt sterke markedsposisjoner med en sterk innovativ tilnærming. Nå ser det ut som de blir angrepet fra alle hold. Deres sterke markedsposisjon som en leverandør av premium produkter inne konsumartikler blir sterkt utfordret fra kinesiske konkurrenter som har gått fra å være billige alternativer til å levere på innovasjon og kvalitet. Selskapets satsning på klapptelesoner har heller ikke vist seg å være veldig vellykket. Dog, det er innen minne og halvledere de virkelige problemene ligger. Selskapet har mistet ytterligere posisjon til TSMC, og vi har vanskelig for å se at dette kan snu med det første. Deres ledende posisjon innen minne er også nå sterkt utfordret av SK Hynix som har tatt innersvingen innen HBM-minne som brukes til kunstig intelligens. Vi har en mistanke om at mange av disse problemene kommer fra en svak eierstyring og ledelse, noe som gjør at vi kommer til å følge utviklingen den neste tiden nøye og om vi ikke ser tegn til bedring, vil vi selge oss ut av denne posisjonen.

### Endringer i porteføljen

Blant våre viktigste investeringskriterier idet vi studerer selskaper er «governance» eller selskapsstyring. Vi er opptatt av å finne selskaper hvor vi er trygge på ledelse-, og eiersituasjonen. Vi ser etter solide eiere med en kultur for nyvinning og invasjon. Det er også viktig med lange vekstmuligheter, gjerne også utover sin egen landegrense. Selskaper som har etablert en solid markedsposisjon som er vanskelig for konkurrenter å bryte grunnet skala-, teknologi, eller nettverksfordeler er også selskaper vi har stor tro på. Ingen selskaper klarer å nå alle våre kriterier, men selskapene vi har valgt inn i fondet mener vi har en god mulighet til å skape gode verdier over tid. Under kommer en liten beskrivelse av selskapene vi har tatt inn og ut av fondet i 2024.

Filippinske **International Container Terminal Services (ICT)** er en global havneoperatør som fokuserer på mellomstore havner i fremvoksende markeder. ICT har vist en god evne til å drifte havnene og har bygget opp en diversifisert portefølje der de har tatt over svakt drevne statsdrevne havner og effektivisert driften. Effektiviseringen har også kommet lokale myndigheter til gode som betyr fornøyde motparter. ICT operer i en høymarginindustri med lokale monopoler og sterk lønnsomhet. Hovedeier og ledelsen har et veldig langsiktig perspektiv som passer vår investeringsfilosofi.

Den finske leverandøren av kapitalvarer til papir og prosessindustrien, **Valmet**, har en stor del av salget i fremvoksende økonomier som Brasil, India og Kina, og dermed blir en indirekte investering for fondet. Valmet opererer i et nærmest duopolmarked med stabile markedsandeler som gir høy lønnsomhet til tross for bransjens sykliske natur. Selskapet har en sterk oppkjøpsstrategi som er en ekstra vekstmotor, samtidig som økt andel av service og andre gjentakende inntekter vil øke marginene fremover. Etter våre beregninger er selskapet sterkt underpriset.

Et tredje selskap vi har tatt inn i porteføljen er den polske dagligvarekjeden **Dino Polska**. Dino er en nærmatkjede som konkurrerer på pris og nærhet i mindre tettbebygde strøk. De skiller seg fra konkurrentene ved at de bygger og eier alle lokalene selv, samt at de har integrert kjøttproduksjon. Den vertikalt integrerte modellen gjør at de har større kontroll på kostnadene, samt sterkere lønnsomhet enn konkurrentene. Vi liker Dino da det er et ledende konsept som fortsatt er sterkt underpenetrert med store vekstutsikter, og fortsatt økt lønnsomhetspotensiale gjennom skalaeffekter. Ledelsen og hovedeieren er også veldig langsiktige og har rett innstilling til hva som skaper verdier over tid, godt i tråd med ODIN-modellen.

**Wonderla Holidays** er en av Indias ledende kjeder innen fornøylesparker og har i dag 4 operative parker, med en sterk ekspansjonsstrategi. Sterk vekst i disponibel inntjening, ung befolkning og et underpenetrert marked antar vi at dette er et marked i sterk vekst.

Wonderla er en av få aktører som har vist solid lønnsom drift, god kapitalstyring og operasjonelt attraktive parker med gode kundevurderinger. Selskapet er i en sterk vekstfase der de nå har gått fra 3 til 4 parker og den 5 parken er allerede under bygging. Vi liker at selskapet har flere vekstmotorer gjennom flere parker, men også at eksisterende parker vil oppleve salgsvekst gjennom både antall besøkende og ved hjelp av mersalg inne i parkene. Selskapet er entreprenørdrevet og familieeid, med fokus på teknologi for å optimalisere brukeropplevelsen. Dette tror vi er med på å styrke posisjonen til Wonderla som en ledende aktør innen fornøyelsesparker i India.

### **Endringer i porteføljen – Salg**

Vi har solgt oss helt ut av **Unilever** etter en sterk kursutvikling i år. Unilever produserer og distributører konsumvarer under en rekke kjente merkevarer som Dove, OMO, Knorr, Ben&Jerry etc. der nesten 50% av salget er i fremvoksende markeder. Selskapet har likevel slitt en del med veksten. I det siste har selskapet undergått en strategisk revisjon av porteføljen som virker fornuftig og som har hjulpet noe på veksten og marginene. Selskapet har derfor også blitt reprimert. Vi har en stund lett etter en god salgsmulighet og synes at markedet nå kanskje overvurderer hva denne strategiske revisjonen kan gi av varige margin og vekstforbedringer.

### **Utsikter – Hvorfor er fremvoksende markeder et attraktivt investeringsunivers?**

Ser vi inn i krystallkule for 2025 er det eneste vi nærmest kan garantere er at fokuset til fondet ikke vil endre seg fra vår filosofi. Vi søker fortsatt kvalitetsselskaper og utsiktene endrer seg nærmest alltid gjennom et år slik at vi er forsiktige med å ta spesielle spill på enkelte makrobaserte forutsetninger. Ett år i fremtiden er kort, men om vi setter på oss litt lengre briller, ser utgangspunktet bra ut for fremvoksende markeder de neste 10 årene.

Vi ser mange selskaper med gode og langsiktige vekstutsikter i fremvoksende markeder. Med økt kjøpekraft og en voksende middelklasse øker etterspørselen etter ulike varer og tjenester som vi i vestlige land tar for gitt. Eksempler er banktjenester og internett. I både Mexico og Vietnam mangler fortsatt 60-70 % av befolkningen en bankkonto, og kun to av tre har daglig internettilgang. Dette gir store vekstmuligheter for telekom- og banksektoren i disse landene. Selv om slike industrier kan virke kjedelige i vesten, byr de på spennende investeringsmuligheter i EM-land.

I tillegg til tradisjonelle industrier med gode vekstutsikter, finnes det mange teknologiselskaper i fremvoksende markeder. Selskaper fra Taiwan, Kina og Sør-Korea er sentrale aktører innen teknologisk utvikling, som datakraft, kunstig intelligens og grønn energi. Uten TSMC, verdens største produsent av databrikker, ville teknologigiganter som Apple, Nvidia, Microsoft og Google sett helt annerledes ut i dag. Gjennom investeringer i fremvoksende markeder får man altså også eksponering mot en global teknologiutvikling.

Prisen på aksjene på børsen i fremvoksende markeder har også løftet seg noe, men mindre i forhold til hva vi har sett i vestlige markeder, særskilt USA. Vi kan derfor forvente mindre motvind fra en overprising i fremvoksende markeder enn vi har sett i enkelte vestlige markeder.

Fremvoksende markeder er også et underinvestert marked der inkluderingen i klassiske aktive og passive porteføljer stort sett er mellom 0 og 12%, mens børsverdiene tilsier at de burde utgjøre 25%. Dette kan ses i forhold til at det er de fremvoksende markedene som står for brorparten av det globale vekstbidraget.

Fremvoksende markeder kan også tilby et mer diversifisert univers enn selv et globalt indeksfond. Dette fordi de underliggende driverne mellom for eksempel India, Brasil og Kina er veldig ulike, mens Europa og USA har flere felles underliggende drivere. Det er også en svakere samvariasjon i svingningene til fremvoksende markeder og vestlige markeder, som betyr at å inkludere fremvoksende markeder i en portefølje vil gi en sterk diversifiseringseffekt og i de fleste tilfeller redusere totale svingninger for en portefølje etter klassisk portefølje-teori.

I fremvoksende markeder finnes det en rekke utfordringer og fallgruver man må være oppmerksom på. Mange selskaper sliter med dårlig eierstyring, høy gjeldsbyrde, svak lønnsomhet eller mangelfull miljøhåndtering, for å nevne noen av problemene. Vi mener derfor at en aktiv og selektiv tilnærming er den rette veien å gå.

ODIN Emerging Markets er et fond som investerer i fremvoksende markeder. Fondet er aktivt forvaltet og søker selskaper i disse markedene basert på Odins investeringsfilosofi. Dette innebærer at vi ønsker å investere i selskaper som har vist evne til å skape verdier, som har en solid markedsposisjon, og som er fornuftig priset i forhold til forventet fremtidig verdiskaping.

Fondet skiller seg fra mange konkurrenter ved å ha en bredere diversifisering når det gjelder selskapsstørrelse og geografisk eksponering. Omtrent halvparten av fondets kapital er investert i små og mellomstore selskaper. Dette er ofte selskaper som opererer i nisjemarkeder og ledes av entreprenører eller familier med et langsiktig perspektiv. Eksempler på slike nisjemarkeder inkluderer maling i Indonesia, fornøyelsesparker i India, programvare for håndtering av ansatte i Thailand, og en nærmatkjede i Polen.

ODIN Emerging Markets skiller seg også betydelig fra andre fond som ved at fokuset er bredere enn kun de store markedene som Kina, India og Korea. Vi har et fond som er mer spredt utover flere markeder som ofte neglisjeres av andre aktører. Eksempelvis har vi høyere eksponering mot land som Indonesia, Malaysia, Filippinene, Sør-Afrika og Vietnam. Dette er også land som i mindre grad påvirkes av den økte geopolitiske uroen som vi nå ser utfolde seg, samtidig som det er med på å diversifisere eksponeringen til fondet totalt.

Kort fortalt gir ODIN Emerging Markets en bred eksponering mot store megatrender, som økt levestandard og kjøpekraft i fremvoksende markeder, samt globale teknologitrender som grønn teknologi, kunstig intelligens, digitalisering og automatisering. Fondet forvaltes også på en nøktern og ansvarlig måte, med fokus på kvalitet og god risikospredning.