

## FORVALTERKOMMENTAR 2023

### Året oppsummert

Igjen ble det rentene som fikk mye oppmerksomhet og som var den drivende faktoren bak utviklingen på børsene i 2023. Vi skrev i fjorårets årsrapport at det var effektene av rentehevingene som var det store spørsmålet på vei inn i et nytt år. Ville de ta livet av økonomien? Svaret ble at økonomien klarte seg overraskende bra. Sentralbankene kunne derfor fortsette å heve styringsrentene for å presse den høye inflasjonen ned. Det var først senhøstes at signalene kom om at vi nærmet oss rentetoppen, og at markedet begynte å prise inn rentekutt i 2024.

Selv om usikkerheten rundt inflasjon og renter preget markedet i begynnelsen av året startet aksjemarkedet året med oppgang. Det var ikke en bred oppgang, men hovedsakelig en oppgang drevet av amerikanske teknologiaksjer, som i grove trekk skyldtes to faktorer. For det første ble mange av disse selskapene priset betydelig ned i 2022, da dette er vekstaksjer hvis verdsettelse er sensitive til rentenivået. Samtidig er veksten i disse selskapene mer motstandsdyktig i tider med svak utvikling i økonomien. Utsiktene til lavere renter, men potensielt også en svakere økonomi i 2023, gjorde derfor disse aksjene til vinnere relativt til andre typer aksjer. Den andre faktoren var oppmerksomheten rundt kunstig intelligens (AI), som skjøt fart med OpenAI sin lansering av ChatGPT. Markedet tok raskt innover seg mulighetene denne teknologien byr på, og investeringene i datakraft som skal til for å realisere dens fulle potensiale. Dette drev aksjekursene i de selskapene som tilbyr viktig AI-teknologi, som Nvidia, verdens største tilbyder av databrikker til bruk i AI-applikasjoner. Det løftet også aksjekursene i de teknologiselskapene som gjennom å innlemme AI i sine løsninger kan tilby nye banebrytende produkter til sine kunder basert på kunstig intelligens.

I juli nådde aksjemarkedet en foreløpig topp. De lange rentene hadde da steget siden begynnelsen av april, økonomien holdt seg relativt sterk, og det var en økende frykt for at rentene ville holde seg høye lenge. Det humørsyke markedet var derfor surt utover høsten, men det skulle ikke mye til før stemningen endret seg. I slutten av oktober kom det signaler, i form av lavere inflasjonstall og uttalelser fra Federal Reserve, om at rentetoppen er nær. Aksjemarkedet skjøt så fart igjen, og lange renter falt markant. Justert for utbytte endte den amerikanske S&P 500 indeksen året opp 26 prosent i amerikanske dollar.

ODIN Global har ikke vært immun mot endringene i renteforventningene. Fondet leverte god avkastning fram til sommeren, men så falt fondet betydelig relativt til markedet inntil stemningen snudde i oktober. Som vi skrev om i fjor, består fondet av selskaper med gode langsiktige vekstutsikter. Det betyr at det forventes vedvarende høy verdiskaping, også lenger frem i tid, noe som gjør dem relativt rentesensitive. Verdsettelsen av våre selskaper ble derfor presset betydelig ned i takt med høyere langrenter. Da stemningen og renteforventningene snudde senhøstes fikk fondet et stort løft. Siden slutten av oktober har fondet hatt betydelig meravkastning mot indeks, men endte likevel noe bak indeks året sett under ett.

Som oftest er det ingen sterk sammenheng mellom aksjekurser og den underliggende utviklingen i selskapene over korte tidsperioder. Resultatutviklingen i selskapene våre i 2023 var god, men noe svakere enn i 2022. Samtidig var forventningene, i form av selskapenes verdsettelse, også betydelig lavere ved inngangen til året. Kombinasjonen av lave forventninger, god resultatutvikling, og utsikter for lavere renter i 2024, resulterte i god avkastning for våre andelseiere i året som gikk.

### Forvaltere:



Harald Nissen



Håvard Opland

### Hvorfor være investert i fondet?

ODIN Global er et indeksuavhengig fond uten begrensninger med hensyn til geografi, sektorer eller selskapsstørrelse. ODIN Global forvaltes etter en disiplinert og velprøvd investeringsfilosofi. Fondet har fokus på langsiktig eierskap i kvalitetsselskaper som er i stand til å vokse lønnsomt over tid, uten å ta opp for mye gjeld. ODIN Global består av en konsentrert portefølje og tar store avvik fra indeks.

### Hvordan er fondet posisjonert?

Fondets størrelse muliggjør investeringer i mindre selskaper. Vi tror på meravkastning i små kvalitetsselskaper og har derfor en stor andel av fondet investert i disse. I tillegg til å være posisjonert for sterke og forutsigbare vekstdrivere er oppkjøp en sentral verdidriver for mange av våre desentraliserte forretningsmodeller. Vi har i tillegg investert i et knippe større selskaper med unike globale markedsposisjoner i markedet med forutsigbar vekst.

[Les om ODIN-Modellen her >>](#)

Mindreavkastningen relativt til fondets referanseindeks skyldes i stor grad vår undervekt mot de store amerikanske teknologiselskapene, samt det negative bidraget fra vår investering i First Republic Bank.

## Bidragstyper til fondets avkastning

### Positive bidragstyper

Avkastningen i 2023 ble drevet av flere ulike forretningsmodeller, men aller størst bidrag fikk vi fra våre teknologi- og programvareselskaper. På selskapsnivå kom de største bidragene fra **Constellation Software, Burford Capital** og **Microsoft**.

Vår største posisjon, det kanadiske programvarekonglomeratet **Constellation Software**, ble fondets største positive bidragstyper. Selskapet har hatt sterk resultatutvikling, som kommer fra en kombinasjon av solid underliggende organisk vekst i omsetningen og kapitalallokering av høy klasse gjennom oppkjøp av små vertikalt orienterte programvareselskaper. Selskapet er i dag svært diversifisert med flere hundre datterselskaper. I tillegg til sterk resultatvekst har Constellation aksjen blitt priset opp, i likhet med mange andre softwareselskaper.

**Burford Capital** bidro også vesentlig til fondets avkastning. Selskapet er nummer én globalt innen tredjepartsfinansiering av rettstvister. Pandemien, og stengte domstoler, førte til at mange av rettstvistene Burford har finansiert ble utsatt i 2021 og 2022. Vi har i år sett en «catch-up effekt» hvor et stort antall saker har blitt avgjort og inntektene har skutt i været. Den aller største saken fra et økonomisk ståsted er en langtekkelig tvist knyttet til Argentinas kontroversielle nasjonalisering av oljeselskapet YPF i 2012. I mars kom en amerikansk domstol til en positiv kjennelse i saken, som potensielt kan være verdt opp mot 6 milliarder dollar for Burford. Gitt at selskapets markedsverdi i dag er på 3 milliarder dollar, er full uttelling for Burford i denne saken bare delvis priset inn. Vi mener det er fortsatt oppside i aksjen alene basert på de resterende sakene i Burfords portefølje, og at ytterligere oppside fra YPF er som en bonus å regne. Vi har valgt å ta litt gevinst i aksjen etter den kraftige kursoppgangen.

I løpet av året har **Microsoft** blitt priset betydelig opp i 2023. Vi mener selskapets reprising er fortjent ettersom deres ledende markedsposisjon har blitt sterkere gjennom året. Microsoft har en ledende posisjon innenfor skytjenester og skyinfrastruktur, et marked som fortsatt vokser sterkt. Integrasjon av kunstig intelligens i Microsoft sine programvareløsninger styrker markedsposisjonen ytterligere. Vår investeringstese for Microsoft er fundamentert i deres sterke posisjon i markeder med strukturell vekst. Med et omfattende skybasert økosystem, støttet av nettverkseffekter, byttekostnader og kostnadsfordeler, mener vi at Microsoft er unikt posisjonert for fremtiden.

### Negative bidragstyper

Blant de som bidro mest negativt til fondets avkastning var **First Republic Bank, Etsy** og **Dollar General**

**First Republic Bank** skiller seg klart ut i negativ forstand. First Republic ble et av ofrene i bankuroen som rammet USA i mars, da Silicon Valley Bank (SVB) måtte melde oppbud etter å ha investert store beløp i lange amerikanske statsobligasjoner som hadde falt i kurs som følge av renteøkninger. Vi hadde eid First Republic siden 2007. Banken var kjent for tett og god kundeoppfølging, og hadde vokst mye gjennom anbefalinger fra fornøyde kunder. Bankens utlån bestod hovedsakelig av boliglån til velstående amerikanere med høy kredittverdighet, og historiske utlånstap var svært lave. First Republic hadde også noe av sin kapital investert i statsobligasjoner med lang løpetid, men i betydelig mindre grad enn SVB. Sammenlignet med Silicon Valley Bank hadde First Republic også en mye mer diversifisert innskuddsbasis, men én likhet var at flere av bankens kunder hadde store enkeltinnskudd i banken og dermed var en stor del av bankens innskudd uforsikret. De hadde også kunder fra noen av de samme geografiske områdene, og antageligvis noe overlappende kundebasis.

Da frykten spredte seg i markedet etter kollapsen av SVB, rammet dette også kundene i First Republic, som for å være på den sikre siden trakk ut sine innskudd av banken. Omfanget av dette ble først klart da en rekke amerikanske storbanker med JP Morgan i spissen, måtte skyte inn 30 milliarder dollar i banken. Dette førte til et kraftig fall i aksjekursen, og vi valgte å selge oss ut da faren for konkurs var overhengende. Banken endte opp med å bli tatt over av myndighetene og solgt videre til JP Morgan, mens aksjonærene tapte alle sine penger. Hovedlærdommen fra denne meget kostbare investeringen er at man skal være ytterst varsom når selskaper som er høyt belånt, noe banker alltid er, får problemer. De potensielle negative konsekvensene av problemer, som kundeflukt i dette tilfellet, er betydelig mer omfattende for høyt belånte selskaper, og fordrer at vi som investorer må agere raskere når problemer oppstår.

Aksjekursen i **Etsy** har også vært svak det siste året. Selskapet, som er en ledende handelsplattform med unike, ofte håndlagde nisjeprodukter, har etter sterk vekst gjennom pandemien opplevd en stagnasjon. Dette skyldes flere faktorer som blant annet høy inflasjon og en vridning i konsum tilbake til fysiske butikker og tjenester. I likhet med Dollar General merker også Etsy at konsumenten har mindre å rutte med. Selskapet kunngjorde mot slutten av året planlagte nedbemanninger for å redusere sine kostnader. Vi har fortsatt stor tro på selskapets muligheter i en spennende nisje av global e-handel.

Vi tok inn **Dollar General** i juni, etter et betydelig fall i aksjekursen i forbindelse med at selskapet rapporterte svake resultater. Selskapet går igjennom utfordrende tider med en hardt presset amerikansk konsument. Vi mener disse utfordringene er

midlertidige, og vurderte det som en god mulighet til å bygge en posisjon i et selskap som har levert høy verdiskaping over lang tid, og som har gode langsiktige vekstutsikter. Vi klarte derimot ikke å prikke bunnen og aksjen falt videre gjennom sommeren. Det ga oss mulighet til å kjøpe ytterligere aksjer til en lavere pris, men betyr likevel at aksjen endte som en negativ bidragsyter til fondets avkastning.

### Endringer i fondet

Vi har tatt inn tre nye selskaper i fondet i år og solgt oss ut av tre selskaper.

I februar tok vi inn nederlandske **Wolters Kluwer**. Selskapet selger informasjonstjenester og programvare til profesjonelle brukere i spesialiserte nisjemarkeder internasjonalt. Sluttmarkedene er relativt stabile og kan deles i skatt og regnskapstjenester, helse- og medisin, risiko og compliance-tjenester, og juridiske tjenester. Selskapet har vært gjennom en vellykket transformasjon fra distribusjon av fysiske tidsskrifter til å bli en digital informasjonstilbyder og softwareleverandør. Wolters innehar mange av de egenskapene vi ser etter hos softwareselskaper. Informasjonen og programvaren de leverer er en integrert og nødvendig del av kundenes arbeidsprosess. Det gjør byttekostnadene høye, noe som gjenspeiler seg i lange kundeforhold. Selv om produktene til Wolters utgjør en viktig del av kundenes arbeidsprosess, utgjør kostnaden ved å bruke produktene typisk bare et par prosent av kundenes kostnadsbase.

I juni tok vi inn den amerikanske butikkjeden **Dollar General**. Dollar General er et lavpriskonsept som hovedsakelig selger konsumvarer som matvarer og husholdningsartikler, men også gaveartikler, klær mm. Dollar General har et unikt konsept som består av relativt små butikker, med et mer begrenset produktsortiment enn mange av de store konkurrentene. Butikkene ligger i all hovedsak i mindre tettbefolkede områder, hvor det ofte er færre alternativer for kundene, og Dollar General kan tilby et nært og tilgjengelig alternativ. Standardiserte butikker og et mer begrenset produktutvalg gjør at butikkene er enkle å sette opp og enklere å drifte. Dette gir utslag i at nye butikker raskt når høy lønnsomhet. Dollar General sikter seg inn mot lavinntektskonsumenter med en årlig husholdningsinntekt på rundt 40 000 dollar. Dette er ofte kunder som handler mindre kvanta, ikke store forpakninger som tilbys hos de store varehusene som Walmart. Det betyr at enhetsprisen ofte er lav, men prisen per kilo/liter høyere. I dårligere tider ser man at flere konsumenter trekkes mot konsepter som Dollar General, noe som gjør konseptet noe mer mot-syklisk.

På slutten av året tok vi inn britiske **Bunzl**. Dette er et selskap vi kjenner meget godt etter å ha eid aksjen tidligere. Bunzl er et distribusjonsselskap som leverer en rekke ulike forbruksartikler til bedriftskunder i over 30 land verden over. Kundene er alt fra restauranter til skoler, hoteller, supermarkeder og sykehus. Eksempler på produkter som distribueres av Bunzl er servietter, engangsbestikk, hansker, pappkopper, arbeidsklær, hygiene- og rengjøringsprodukter og andre forbruksartikler. Dette er enkle varer, men for kunden kan innkjøp, distribusjon og logistikkhåndtering av slike produkter være omstendelig og dyrt. Produktkostnaden er bare toppen av isfjellet. Det å holde et varelager av forbruksartikler koster også i form av varelager og arbeidstimer. Man får sjelden gode prisavtaler hos de store leverandørene, og man binder opp mye «død» kapital i varelager. Rasjonale for å outsource denne type tjenester til en leverdør som Bunzl er derfor stor. Vi ser en tydelig veksttrend i form av videre outsourcing, samt videre konsolidering av de markedene de operer i. Selskapet har en konsistent historikk med 10 prosent årlig vekst i resultater og utbytte de siste 30 årene.

I mars solgte vi vi hele vår post i First Republic, som kommentert tidligere i rapporten.

I juni solgte vi hele vår posisjon i den amerikanske produsenten av aluminiums-emballasje, **Ball Corporation**. Vår tese ved salg var at selskapets kapitaltunge forretningsmodell ville få det tøffere i en verden med høyere inflasjon, ettersom kapitalbasen da stadig må fornyes til høyere priser. Ball investerte også mye for å møte høy etterspørsel under pandemien, noe som medførte mer gjeldsfinansiering og derfor større finansiell risiko i forretningsmodellen.

I desember solgte vi oss helt ut av det irske ingrediensselskapet **Kerry Group**. Med det selger vi oss ut av det selskapet vi har eid lengst i ODIN Global. Vi kjøpte våre første aksjer i Kerry i juni 2009. Siden den gang har aksjekursen steget med over 400 prosent. De siste årene har derimot Kerry levert svakere resultatutvikling enn vi har vært vant til, og vi er skuffet over både den organiske veksten og kapitalallokeringen i selskapet. Relativt dyre oppkjøp, som ikke har levert den veksten vi kunne forvente oss har lagt press på kapitalavkastningen. Vi velger derfor å si farvel til Kerry.

Vi avsluttet året med 29 selskaper i fondet.

### Utsikter

Når vi velger selskaper til fondet ser vi mye lenger ut enn de neste 12 månedene. På lang sikt er det resultatutviklingen i selskapene som driver aksjekursutviklingen, mens det over kortere tidshorisonter er endringer i markedets forventninger eller i det generelle markedssentimentet som sender aksjekurser opp eller ned. Vi forsøker derfor å posisjonere fondet inn mot sterke langsiktige trender, ved å investere i selskaper som har vist en evne til å kapitalisere på disse trendene og bygge sterke markedsposisjoner som holder konkurrentene unna.

Ett eksempel på trender fondets selskaper er eksponert mot er digitalisering, og de enorme produktivetsgevinstene fra digitaliseringen av alt fra betalingstjenester til design, utvikling og testing av nye produkter. Kunstig intelligens har potensiale til å løfte produktivetsgevinstene fra digitalisering enda et hakk.

Vi er også posisjonert i selskaper som drar nytte av trenden mot utviklingen av stadig mer avansert medisinsk teknologi og nye medisiner, som vi trenger i en verden med en aldrende befolkning og økt utbredelse av livsstilssykdommer. Energieffektivisering, produktivetsforbedringer og mer effektiv materialbruk er trender som driver mye av etterspørselen i våre industriselskaper.

Vi ønsker å være investert i selskaper som opererer i markeder i vekst, og som samtidig evner å reinvestere sitt overskudd i innovasjon, kapitalinvesteringer eller oppkjøp, og dermed kan oppnå ytterligere lønnsom vekst utover markedsveksten.

Som vi alltid påpeker prøver vi ikke å spå den makroøkonomiske utviklingen og posisjonere oss deretter. Men vi vet at verden er i stadig endring og at våre selskaper stadig må håndtere nye utfordringer, noe som har vært særlig tydelig siden utbruddet av Coronapandemien i 2020. Når vi nå står foran et nytt år er vi ydmyke for at også dette året vil by på utfordringer for verdensøkonomien og for våre selskaper. Vår oppgave er å sørge for at vi er investert i robuste selskaper, ledet av dyktige ledere, med sunne og bærekraftige selskapskulturer, og ikke minst, som er finansielt sterke.

Vi håper på, og ønsker oss, en verden med lavere inflasjon og lavere renter i 2024, og selvfølgelig også god vekst i verdensøkonomien. Om vi får i pose og sekk vil tiden vise. Det viktigste for oss er uansett at våre selskaper fortsetter å forsvare sine markedsposisjoner og at de drar nytte av de vekstmulighetene de ser i sine markeder. Den siste tidens kraftige rentefall gir grunn for optimisme, samtidig som det er viktig å være edruelig i sine forventninger i forhold til at prisingen av aksjemarkedet også har steget i takt med sterk aksjekursutvikling.