

ÅRSKOMMENTAR 2022

Fondens och marknadens utveckling

Där 2021 levererade avkastning långt utöver vad man kan förvänta sig i långsiktig avkastning i positiv bemärkelse, har 2022 levererat avkastning långt över ett normalt år i negativ bemärkelse. Det är aldrig något roligt med underprestation, men årets negativa överavkastning ligger inom vad som bör förväntas i ett långsiktigt perspektiv.

Som vi har nämnt tidigare anser vi att det - i stället för att titta på ett års avkastning - är lämpligare att bedöma fonden på grundval av:

1. Våra investeringsprinciper och deras genomförande
2. Vår beslutsprocess
3. Fondens positionering

Att ha bra beslutsprocesser och ett bra arbetssätt är något vi strävar efter och är en kontinuerlig process. Det är element vi reflekterar över och lägger tid på, oavsett om marknaden är hos eller emot oss.

I slutet av 2022 är det redan tre år sedan vi fick de första rapporterna om utbrottet av ett nytt virus i Wuhan, Kina. Föga anade vi då vad de kommande tre åren skulle föra med sig, men det har varit en treårsperiod som präglats av obalanser på flera områden. De senaste tre åren har skapat en global pandemi med tillhörande nedstängning av ekonomin, hamstring och rädsla som skapat en kortlivad men dramatisk krasch på världens börser. Detta möttes av både finans- och penningpolitiska instrument som resulterade i åtgärds paket och nollräntor, vilket i sin tur gav upphov till mani med uttalad spekulation i flera tillgångsslag. Samtidigt upplevde ekonomin en fullständig nedstängning och en tillhörande avmattning i produktionen, vilket resulterade i brist på komponenter och flera typer av varor, eftersom hushållen hade överskottslikviditet på grund av en hög sparkvot under nedstängningen. Detta förändrade efterfrågan på de varor som fanns tillgängliga, vilket bidrog till att förstärka bristen på vissa typer av varor, samtidigt som hushållens sparkvot ökade som en följd av en minskning av den totala konsumtionen. När ekonomin successivt öppnade upp hade hushållen både ökad köpkraft och ett ökat behov av att konsumera varor och tjänster. Kombinationen av problem på utbudssidan och ökad efterfrågan har ytterligare lett till inflation på nivåer som inte setts på årtionden, vilket i sin tur har mötts av att centralbankerna måste strama åt och höja räntorna. Ovanpå detta fick vi Rysslands invasion av Ukraina, vilket har gett oss krig i Europa. Kombinationen av dessa effekter gör att vi återigen står inför en betydande börsnedgång, men till skillnad från kraschen 2020 har hösten 2022 varit av det mer långvariga slaget. De senaste tre åren har gett oss formativa händelser som ofta inträffar under årtionden, kläms in på tre år och därmed gett oss en krasch, en fullständig återhämtning och en ny krasch igen. I slutet av 2019 stod S&P500 på 3231. I slutet av 2022 ligger den på 3840. Trots alla dessa utmaningar har S&P500 levererat cirka 6 procent årlig avkastning i amerikanska dollar under de senaste 3 åren före utdelning. Detta maskerar den berg-och dalbana investerare har upplevt under de senaste tre åren.

Bidragsgivare

Avkastningen under ett enskilt år kan fluktuera och det kan bli stora svängningar, vilket vi har upplevt särskilt under 2022. Marknadens uppfattning om ett företag kan förändras under ett enskilt år. På lång sikt är det bolagens resultat som driver aktiekurserna. Om vi aggregerar utvecklingen för samtliga bolag i fonden i amerikanska dollar ser vi att bolagen i fonden har levererat en årlig vinsttillväxt på 10 procent de senaste tre åren. Vi försöker hitta bolag som ökar resultatet över tid.

Förvaltare:



Robin Øvrebo

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 företagens 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 >>](#)

Positiva bidragsgivare

Grainger, som distribuerar allt som används dagligen i olika tillverkningsverksamheter, institutioner som sjukhus och skolor, av transportföretag med mera. Det kan vara allt från verktyg till säkerhetsutrustning, till skruvar och muttrar. Bolaget har levererat goda siffror under året och redovisat en ökning av intäkter, bruttoresultat och rörelseresultat. Detta har gjort bolaget till en av fondens bästa bidragsgivare. Bolaget har haft en god efterfrågan på sina produkter och fortsatt god utveckling på slutmarknaderna då industribolag har haft stora orderreserver efter pandemin. Företaget har lyckats höja priserna i linje med inflationen. Grainger, liksom andra distributörer, drar nytta av en viss inflation och kommer därmed att vara väl positionerat om de etablerar sig något högre under de närmaste åren än det har varit under de senaste tio åren.

Fondens största position, **Berkshire Hathaway**, har levererat acceptabel avkastning i år. Berkshire är nu byggt som ett bolag som överträffar marknaden i svagare tider. Under de senaste åren har tillgången till billig finansiering gjort det svårare för en disciplinerad investerare som Buffett, vilket han också har påpekat. Företaget har dock över 100 miljarder dollar i kontanter och räntebärande värdepapper, vilket ger en stark balansräkning, flexibilitet och kan fungera som en säker/snabb finansieringskälla när likviditeten på finansmarknaderna försvagas. Därför är det i tider av osäkerhet och stramare penningpolitik som Berkshire bör göra relativt bättre ifrån sig än S&P500, givet bolagets defensiva inriktning. Vi är därför ändå bekväma med att Berkshire är fondens största position.

Sjukförsäkringsgivaren **UnitedHealth** har också varit en av fondens starkaste bidragsgivare i år. UnitedHealth är en av de största aktörerna inom privata sjukvårdsförsäkringar och är en integrerad aktör som erbjuder både sjukförsäkring, läkemedelshantering, sjukvård samt data- och analystjänster. Bolaget har en relativt stabil efterfrågan och har fortsatt att leverera goda resultat året runt. Företaget ökade antalet medlemmar i sitt försäkringssystem, samtidigt som de utökade sitt eget nätverk av vårdcentraler.

Negativa bidragsgivare

Det bolag som bidragit mest negativt till fondens avkastning och svagaste kursutveckling är **Meta Platforms**, tidigare **Facebook**.

Det finns flera faktorer som har bidragit till aktiens svaga kursutveckling:

1. Meta vill investera 10 miljarder dollar årligen i "metaversum". Meta tror att detta är nästa stora steg för vår sociala och digitala interaktion, där vi flyttar vår interaktion till virtuell verklighet. Marknaden är osäker på om detta är en förnuftig användning av kapital.

2. sekretessinställningarna i samband med iOS-uppdateringar. Detta påverkar effektiviteten av reklam för annonsörer på plattformarna. Det är en motvind som påverkar omsättningen negativt. Företaget måste investera mer för att hantera det.
3. Ökad konkurrens från TikTok har orsakat oro. TikTok har redan en stor användarbas och plattformen växer snabbt bland ungdomar. Meta har upplevt en något svagare utveckling i antalet användare än vad som förväntats. Företaget måste därför investera mer eftersom användningen går över till kortare videoklipp, där både priser och utnyttjandegrad är lägre.
4. Dessutom finns det en oro för hur cyklisk annonsmarknaden är.

Metas plattformar är fortfarande viktiga källor för att nå potentiella kunder med reklam och annonser, även om det är möjligt att avkastningen på annonserna har minskat något i kölvattnet av Apples integritetsförändringar. Meta är den nödvändiga infrastrukturen för annonsörer att nå sina kunder. Kostnaden för att driva sociala, digitala nätverk har ökat. De växande kostnaderna illustrerar investeringsbehovet för en eventuell konkurrent. Och även om företaget investerar stora summor pengar är det fortfarande en extremt lönsam affärsmodell. Förväntningen för nästa år, trots stora investeringar, är att för varje \$ 10 som företaget gör i försäljning kommer de att konvertera cirka \$ 1 i fritt kassaflöde. Detta konstanta flöde kan användas för att köpa tillbaka aktier, betala utdelning eller köpa andra företag.

Den största bidragsgivaren till fondens avkastning under 2021 var **Alphabet**, medan bolaget i år är en av de svagaste bidragsgivarna. Alphabet har påverkats av att techsektorn dragits ner i år. Under 2020 minskade många annonsörer sina annonsbudgetar, vilket påverkade Alphabet negativt. Marknaden återhämtade sig dock starkt under 2021, men annonsmarknaden är cyklisk och de svagare makroekonomiska utsikterna, med högre räntor, inflation och rädsla för lågkonjunktur har lett till osäkerhet kring annonsörernas vilja att använda marknadsföra sina produkter och tjänster. Samtidigt tyngs Alphabet av ökade kostnader med svagare rörelsemarginaler som följd. Vi är bekväma med Alphabets marknadsposition, men ser gärna ökad kostnadsdisciplin och bättre kapitalallokering framöver.

En annan svag bidragsgivare är **SiteOne**, som är USA:s största distributör av bevakningsutrustning, plantering, gatsten och så vidare. Kunder är typiskt sett anläggningsträdgårdsmästare och andra entreprenörer som utför arbete på uppdrag av privata hushåll och kommersiella kunder. SiteOne växer både organiskt och genom förvärv av mindre konkurrenter. Bolaget har haft en solid tillväxt genom pandemin drivet av trenden att mer konsumtion har gått till varor snarare än tjänster. Detta har

resulterat i en stark efterfrågan på uppgraderingar från privata hushåll och kommersiella kunder. SiteOne är känslig för förändringar i den amerikanska ekonomin, särskilt bostadsmarknaden. Aktien har därför straffats i år, dels på grund av starka kursrörelser de senaste två åren, men också på grund av högre räntor, osäkerhet kring den framtida utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden och svagare efterfrågan framöver. Vi tror dock att företaget fortfarande är i en bra position för att konsolidera denna slutmarknad under de närmaste åren.

Ändringar i portföljen

Under 2022 har vi gjort tre köp och tre försäljningar i fonden. Från år till år hittar man inte många förändringar i fonden, men ambitionen vi jobbar med är att vi hela tiden försöker gå in i ett nytt år med en portfölj vi är nöjda med och där vi bara är beroende av ett fåtal bra idéer för att komplettera portföljen.

Köp

Under januari använde vi de svaga marknaderna till att köpa aktier i **Copart**. Copart är ett företag vi följt länge och träffat flera gånger. Copart driver en nätauktion där de främst säljer krockade bilar som försäkringsbolagen har bedömt som för dyra att reparera till kunder inom bildmontering, bilrestaurering och begagnade bilhandlare. Företaget kombinerar både strukturella och kulturella fördelar. Företaget grundades av Willis Johnson 1982. Han byggde Copart från att bo med sin familj i en släpvagn på en skrotbutik, till den internationella miljardaffär det är idag. Han äger fortfarande en betydande andel av företaget och är styrelseordförande. Han har skrivit om sin resa i boken *From Junk to Gold*. Det täcker bland annat konkurrensen med huvudkonkurrenten IAA. Copart och IAA verkar i ett duopol, där de tillsammans har cirka 80 procent marknadsandel på den amerikanska marknaden. Bolaget leds av Jay Adair, som är Johnson-in-law som äger över 3 procent av bolaget, och Jeffrey Liaw, som tog över som vd tillsammans med Adair under året.

Vi har också förvärvat aktier i **NRC Health**, ett litet företag med ett börsvärde på cirka en miljard dollar. NRC tillhandahåller analyser, enkäter, mätningar och insikter om patienters och medarbetares upplevelser i vårdföretag, som till stor del inkluderar sjukhus. NRC erbjuder tjänster som gör det möjligt att mäta och systematisera feedback från patienter och anhöriga baserat på självrapporterade erfarenheter med den aktuella vårdinriktningen. Detta är lämpligt för sjukhus att förstå patientupplevelser och kunna positionera sjukhusen på marknaden. Företaget grundades av Michael Hays 1981. Han är fortfarande VD för företaget. Kunder betalar årliga prenumerationer för leverans av tjänster de behöver för att konkurrera och förbli relevanta, medan NRC:s ledande produkter ger byteskostnader. Bolaget har historiskt visat en god förmåga att växa organiskt med mellan 6 till 7 procent, samtidigt som marginalerna ökat. Kombinationen av att befolkningen

blir äldre, ett skifte mot värdebaserad behandling, ett ökat patientengagemang och NRC:s förmåga att utveckla nya produkter och tjänster gör att vi tror att de har goda förutsättningar att fortsätta växa lönsamt.

Under december köpte vi aktier i **Cullen/Frost**. Med nästan 47 miljarder dollar i insättningar är Frost den största Texas-baserade banken som uteslutande verkar i Texas. Banken grundades 1868 och har successivt vuxit till att bli en av USA:s 50 största banker. Det är en bank som historiskt har finansierats med cirka 10 procent eget kapital och 90 procent insättningar. Historiskt sett har hälften av dessa insättningar lånats ut till små och medelstora företag i Texas, medan den återstående hälften har placerats i obligationer eller insättningar hos FED. Frosts fördel kommer från att vara en relationsbaserad bank där de bygger relationer med lokala företag och privatpersoner som ger dem en finansieringsfördel och tillgång till billigare inlåning än andra banker.

Försäljning

Vi valde att finansiera köpet av Copart genom att sälja alla våra aktier i **Home Depot**. Home Depot är USA:s största återförsäljare av byggmaterial. Home Depot har varit med sedan starten av fonden och har varit en mycket bra investering för oss. Home Depot har levererat en bra avkastning sedan fondens start och har levererat runt 23 procent årlig avkastning i dollar under perioden. Home Depot har konsekvent levererat god intäktstillväxt och stegvisa förbättringar av sin affärsmodell, men vi gillar konkurrenspositionen, liksom ägandet och förvaltningen av Copart bättre. Samtidigt anser vi att tillväxtpotentialerna för Copart är bättre under de närmaste åren.

I oktober sålde vi **HEICO Corporation**. Fondens riktlinjer säger att vi inte kan investera i bolag som säljer produkter som är kritiska komponenter i kärnvapen. Vi har blivit medvetna om att ett av HEICO:s dotterbolag har en produkt som ingår i interkontinentala missiler med kärnstridsspetsar. Huruvida denna produkt kan karakteriseras som kritisk och uteslutande gjord för kärnvapen kan diskuteras, och vi har varit i kontakt med flera experter på området. Även om slutsatsen inte är entydig har vi valt att avyttra från bolaget givet våra strikta riktlinjer kring kontroversiella vapen.

I november sålde vi hela innehavet i **Amazon**. Trots att vi fortfarande gillar företaget och anser att framtidsutsikterna är intressanta finns det två anledningar till att vi valt att sälja Amazon. Vi anser att vår investeringstest har förändrats något, medan prissättningen på aktien återspeglar en för hög sannolikhet för fortsatt stark och lönsam tillväxt. Att successivt öka marginalerna och förbättra kassaflödet var en viktig del av vårt investeringsarbete när vi gick in i Amazon första halvåret 2020. Lönsamheten har inte utvecklats som tänkt vid

tidpunkten för investeringen. Stora investeringar genom pandemin har resulterat i överkapacitet som kommer att ta lång tid att ta till sig. Prissättningen av aktien innebär fortsatt hög tillväxt på topplinjen och växande marginaler. Vi tror att dagens prissättning lämnar för lite utrymme för vinsttillväxten för att bli betydligt svagare än vad vi sett historiskt.

Vi ser det också som negativt att bolagets grundare Jeff Bezos har avgått som vd och tagit en mycket mer tillbakadragen roll i bolaget. Det finns också en ESG-risker i bolaget, både relaterade till arbetsförhållanden i Amazons lager, och till deras marknadsdominerande ställning, som vi anser inte är tillräckligt prissatta i den aktuella aktiekursen.

Utsikter

På kort sikt är det marknadens humörsvängningar som driver avkastningen på börsen. Sådana perioder illustrerar också vikten av ett långsiktigt perspektiv. Anledningen till att ett långsiktigt perspektiv är så viktigt för lyckade investeringar är att det exponerar dig som investerare för de fundamentala faktorerna på aktiemarknaden, nämligen med. På lång sikt är det dock utdelningar och vinsttillväxt som driver avkastningen. vinsttillväxt och utdelning. Vi kan

inte göra något åt stämningen på marknaden, det måste man lära sig att leva med.

För dig som sparar på lång sikt och nettoköpare av aktier bör marknadsturbulens och lägre priser välkomnas eftersom det gör att du kan få mer direktavkastning (utdelning/återköp) och vinsttillväxt för pengar. Det gör att du får mer valuta för pengarna, även om det gör ont när det är på.

Vi kan inte kontrollera vilken väg marknaden går eller avkastningen för våra företag. Men vi strävar efter att ha en process som säkerställer att:

1. Vi har bolag av god kvalitet i portföljen och ett rimligt pris
2. Vi sätter ihop en omfattande portfölj och väger bolagen förnuftigt
3. Aktivt tålmod genom att förbli investerad i bra bolag, men samtidigt vara öppen för att investeringstesesen kan komma att förändras.

Även om det har varit ett svagt år, både absolut och relativt, tror vi att de bolag vi valt kommer att vara robusta och klara tuffare tider, samtidigt som vi har goda förutsättningar att skapa värde de närmaste åren.

Med önskan om ett bra investeringsår!