

## ÅRSKOMMENTAR 2023

Återigen var det räntorna som fick mycket uppmärksamhet och var den drivande faktorn bakom utvecklingen på börserna under 2023. Vi skrev i förra årets årsrapport att det var effekterna av räntehöjningarna som var den stora frågan inför det nya året. Skulle det döda ekonomin? Svaret var att ekonomin klarade sig förvånansvärt bra. Centralbankerna kunde därför fortsätta att höja styrräntorna för att pressa ned den höga inflationen. Det var först under senhösten som signalerna kom om att vi närmade oss räntetoppen, och att marknaden började prisa in räntesänkningar under 2024.

Även om osäkerheten kring inflation och räntor dominerade marknaden i början av året, inledde börsen året med uppgångar. Det var inte ett brett rally, utan främst ett rally drivet av amerikanska teknikaktier, vilket till stor del berodde på två faktorer; - För det första prissattes många av dessa företag avsevärt lägre under 2022, eftersom det är tillväxtaktier vars värderingar är räntekänsliga. Samtidigt är tillväxten i dessa företag mer motståndskraftig i tider av svag ekonomisk utveckling. Utsikterna för lägre räntor, men potentiellt också en svagare ekonomi under 2023, gjorde därför de här aktierna till vinnare i förhållande till andra typer av aktier. - Den andra faktorn var uppmärksamheten runt artificiell intelligens (AI), som tog fart i och med OpenAI:s lansering av ChatGPT. Marknaden insåg snabbt de möjligheter som denna teknik erbjuder och de investeringar i datorkraft som krävs för att förverkliga dess fulla potential. Detta drev aktiekurserna för företag som erbjuder viktig AI-teknik, till exempel Nvidia, världens största leverantör av chip för användning i AI-applikationer. Det lyfte också aktiekurserna för de teknikföretag som genom att införliva AI i sina lösningar kan erbjuda sina kunder nya banbrytande produkter baserade på artificiell intelligens.

I juli nådde börsen en preliminär toppnotering. De långa räntorna hade stigit sedan början av april, ekonomin var fortsatt relativt stark och oron för att räntorna skulle förbli höga under en lång tid ökade. Den lynniga marknaden var därför sur under hösten, men det krävdes inte mycket för att stämningen skulle vända. I slutet av oktober kom signaler, i form av lägre inflationssiffror och uttalanden från Federal Reserve, om att räntetoppen är nära. Börsen tog sedan fart igen och de långa räntorna föll kraftigt. Justerat för utdelningar avslutade det amerikanska indexet S&P 500 året upp 26 procent i dollar.

ODIN Global har inte varit immun mot förändringar i ränteförväntningarna. Fonden levererade en bra avkastning fram till sommaren, men föll sedan rejält relativt marknaden fram till en vändning i oktober. Som vi skrev om förra året består fonden av bolag med goda långsiktiga tillväxtutsikter. Det innebär att ett fortsatt högt värdeskapande förväntas, även på längre sikt, vilket gör dem relativt räntekänsliga. Värderingen av våra bolag pressades därför ned kraftigt i takt med högre långräntor. När sentimentet och ränteförväntningarna vände under senhösten fick fonden ett rejält uppsving. Sedan slutet av oktober har fonden gått betydligt bättre än index, men ligger ändå något efter index för året som helhet.

I de flesta fall finns det inget starkt samband mellan aktiekurser och underliggande utveckling i bolag över korta tidsperioder. Resultatutvecklingen i våra bolag under 2023 var bra, men något svagare än 2022. Samtidigt var förväntningarna, i form av bolagens värderingar, också betydligt lägre i början av året. Kombinationen av låga förväntningar, en bra resultatutveckling och utsikter för lägre räntor under 2024, resulterade i en bra avkastning för våra andelsägare under 2023. Den negativa överavkastningen relativt fondens jämförelseindex beror till stor del på vår undervikt mot de stora amerikanska teknikbolagen, samt det negativa bidraget från vår investering i First Republic Bank.

### Positiva bidragsgivare till fondens avkastning

Avkastningen under 2023 drevs av flera olika affärsmodeller, men det största bidraget

### 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. Fonden 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 företag. 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 företag med unika globala marknadspositioner på marknader med förutsägbar tillväxt.

[Läs om ODIN-modellen här >>](#)

kom från våra teknik- och mjukvarubolag. På bolagsnivå kom de största bidragen från Constellation Software, Burford Capital och Microsoft.

Vår största position, det kanadensiska mjukvarukonglomeratet **Constellation Software**, blev fondens största positiva bidragsgivare. Bolaget har haft en stark resultatutveckling som härrör från en kombination av solid underliggande organisk omsättningstillväxt och högklassig kapitalallokering genom förvärv av små vertikalt orienterade mjukvarubolag. Idag är företaget mycket diversifierat med flera hundra dotterbolag. Förutom stark vinsttillväxt har Constellation-aktien prissatts upp, liksom många andra mjukvaruföretag.

**Burford Capital** gav också ett betydande bidrag till fondens avkastning. Företaget är den främsta globala leverantören av tredjepartsfinansiering av rättstvister. Pandemin och stängda domstolar gjorde att många av de rättstvister som Burford har finansierat sköts upp under 2021 och 2022. I år har vi sett en "catch-up effekt" där ett stort antal ärenden har avgjorts och intäkterna har skjutit i höjden. Den största frågan ur ekonomisk synvinkel är en långdragen tvist i samband med Argentinas kontroversiella nationalisering av oljebolaget YPF 2012. I mars dömde en amerikansk domstol till förmån för fallet, som potentiellt kan vara värt upp till 6 miljarder dollar för Burford. Med tanke på att företagets börsvärde för närvarande ligger på 3 miljarder dollar är den fulla utdelningen för Burford i det här fallet bara delvis inprisad. Vi tror att det fortfarande finns uppsida i aktien enbart baserat på de återstående emissionerna i Burfords portfölj, och att ytterligare uppsida från YPF är en bonus. Vi har valt att ta hem lite vinst i aktien efter den kraftiga kursuppgången.

**Microsoft** har stigit betydligt i värde under 2023. Vi anser att företagets högre värdering är välförtjänt eftersom deras ledande marknadsposition har stärkts under året. Microsoft har en ledande position inom molntjänster och molninfrastruktur, en marknad som fortsätter att växa starkt. Integreringen av artificiell intelligens i Microsofts mjukvarulösningar stärker marknadspositionen ytterligare. Vår investeringstes för Microsoft bygger på deras starka position på marknader med strukturell tillväxt. Med ett omfattande molnbaserat ekosystem, uppbackat av nätverkseffekter, switchkostnader och kostnadsfördelar, tror vi att Microsoft är unikt positionerat för framtiden.

### Negativa bidragsgivare till fondens avkastning

Bland de som bidrog mest negativt till fondens avkastning fanns First Republic Bank, Etsy och Dollar General.

**First Republic Bank** sticker helt klart ut i negativ bemärkelse. First Republic var ett av offren för den bankturbulens som drabbade USA i mars, då Silicon Valley Bank (SVB) var tvungen att ansöka om konkurs efter att ha investerat stora belopp i långa amerikanska statsobligationer som hade fallit i pris till följd av räntehöjningar. Vi hade ägt First Republic sedan 2007. Banken var känd för nära och bra kunduppföljning och hade vuxit mycket genom rekommendationer från nöjda kunder. Bankens utlåning bestod främst av bolån till förmögna amerikaner med hög kreditvärdighet och de historiska kreditförlusterna var mycket låga. First Republic hade också en del av sitt kapital placerat i statsobligationer med långa löptider, men i betydligt mindre utsträckning än SVB. Jämfört med Silicon Valley Bank hade First Republic också en betydligt mer diversifierad inlåningsbas, men en likhet var att flera av bankens kunder hade stora enskilda insättningar i banken och därmed var en stor del av bankens inlåning oförsäkrad. De hade också kunder från samma geografiska områden, och förmodligen en del överlappande kundbas.

När rädslan spred sig på marknaden efter SVB:s kollaps påverkade detta även First Republics kunder, som för att vara på den säkra sidan tog ut sina insättningar från banken. Omfattningen av detta blev uppenbar först när ett antal stora amerikanska banker, med JP Morgan i spetsen, var tvungna att skjuta till 30 miljarder US-dollar i banken. Detta ledde till ett kraftigt kursfall och vi bestämde oss för att avyttra när risken för konkurs var överhängande. Det slutade med att banken togs över av regeringen och såldes vidare till JP Morgan, medan aktieägarna förlorade alla sina pengar. Den viktigaste lärdomen av denna mycket kostsamma investering är att man bör vara extremt försiktig när högt belånade företag, som banker alltid är, stöter på problem, eftersom de potentiella negativa konsekvenserna är så mycket större än i företag som endast är begränsade från att finansiera sig med skulder.

**Etsy**s aktiekurs har också varit svag under det senaste året. Bolaget, som är en ledande handelsplattform med unika, ofta handgjorda nischprodukter, har upplevt stagnation efter stark tillväxt genom pandemin. Detta beror på flera faktorer, bland annat hög inflation och en förskjutning av konsumtionen tillbaka till fysiska butiker och tjänster. Liksom Dollar General märker Etsy också att konsumenterna har mindre att spendera. Företaget meddelade planerade nedskärningar mot slutet av året för att minska sina kostnader. Vi fortsätter att ha en stark tro på bolagets kapacitet inom en spännande nisch av global e-handel.

Vi köpte **Dollar General** i juni, efter en betydande nedgång i aktiekursen då företaget rapporterade svaga resultat. Företaget går igenom utmanande tider med en hårt pressad amerikansk konsument. Vi tror att dessa utmaningar är tillfälliga och såg det som en bra möjlighet att bygga en position i ett bolag som har levererat högt värdeskapande under lång tid och som har goda långsiktiga tillväxtutsikter. Vi lyckades dock inte nå botten och aktien föll ytterligare under sommaren. Detta gav oss möjlighet att köpa ytterligare aktier till ett lägre pris, men innebär ändå att aktien hamnade som en negativ bidragsgivare till fondens avkastning.

### Förändringar i fonden

Vi adderade tre nya bolag till fonden under året och sålde tre bolag.

I februari köpte vi holländska **Wolters Kluwer**. Företaget säljer informationstjänster och programvaror till professionella användare på specialiserade nischmarknader internationellt. Slutmarknaderna är relativt stabila och kan delas in i skatte- och redovisningstjänster, hälso- och sjukvårdstjänster, risk- och efterlevnadstjänster samt juridiska tjänster.

Företaget har genomgått en framgångsrik omvandling från distribution av fysiska tidskrifter till att bli en digital informationsleverantör och mjukvaruleverantör. Wolters besitter många av de egenskaper vi letar efter hos mjukvaruföretag. Den information och programvara de tillhandahåller är en integrerad och nödvändig del av kundernas arbetsprocess. Detta gör att byteskostnaderna blir höga, vilket återspeglas i långa kundrelationer. Även om Wolters produkter utgör en viktig del av en kunds arbetsprocess, står kostnaden för att använda produkterna vanligtvis bara för några få procent av kundens kostnadsbas.

I juni tog vi in den amerikanska detaljhandelskedjan **Dollar General**. Dollar General är ett lågpriskoncept som främst säljer konsumtionsvaror som mat och hushållsartiklar, men även presentartiklar, kläder m.m. Dollar General har ett unikt koncept bestående av relativt små butiker med ett mer begränsat sortiment än många av de stora konkurrenterna. Butikerna ligger främst i mindre tätbefolkade områden, där det ofta finns färre alternativ för kunderna, och Dollar General kan erbjuda ett nära och lättillgängligt alternativ. Standardiserade butiker och ett mer begränsat sortiment gör butikerna enkla att sätta upp och enklare att driva. Detta resulterar i att nya butiker snabbt når hög lönsamhet. Dollar General riktar sig till låginkomsttagare med en årlig hushållsinkomst på cirka 40 000 dollar. Det är ofta kunder som köper mindre kvantiteter, inte stora förpackningar som erbjuds på de stora varuhusen som Walmart. Det innebär att enhetspriset ofta är lågt, men priset per kilo/liter högre. I sämre tider dras fler konsumenter till begrepp som Dollar General, vilket gör konceptet något mer kontracykliskt.

I slutet av året tog vi in brittiska **Bunzl**. Det är ett företag som vi känner väl efter att vi har ägt aktien tidigare. Bunzl är ett distributionsföretag som levererar ett brett utbud av konsumentvaror till företagskunder i över 30 länder över hela världen. Kunderna är allt från restauranger till skolor, hotell, stormarknader och sjukhus. Exempel på produkter som distribueras av Bunzl är servetter, engångsbestick, handskar, pappersmuggar, arbetskläder, hygien- och rengöringsprodukter och andra förbrukningsvaror. Det är enkla varor, men för kunden kan inköp, distribution och logistikhantering av sådana produkter vara tråkigt och dyrt. Produktkostnaden är bara toppen av isberget. Att hålla ett lager av förbrukningsvaror kommer också med en kostnad i form av lager och arbetstimmar. Man får sällan bra prisavtal med de stora leverantörerna, och man binder upp mycket "dött" kapital i lager. Motivet för att outsourca denna typ av tjänst till en leverantör som Bunzl är därför bra. Vi ser en tydlig tillväxttrend i form av ytterligare outsourcing samt ytterligare konsolidering av de marknader där de verkar. Företaget har en konsekvent historik av 10 procents årlig tillväxt i resultat och utdelningar under de senaste 30 åren.

I mars sålde vi hela vårt innehav i **First Republic**, som tidigare kommenterats i rapporten.

I juni sålde vi hela vårt innehav i den amerikanska tillverkaren av aluminiumförpackningar, **Ball Corporation**. Vår tes när vi sålde var att bolagets kapitaltunga affärsmodell skulle få det tuffare i en värld med högre inflation då kapitalbasen ständigt skulle behöva förnyas till högre priser. Ball investerade också kraftigt för att möta den höga efterfrågan under pandemin, vilket innebar mer skuldfinansiering och därmed större finansiell risk i affärsmodellen.

I december sålde vi hela innehavet i det irländska ingrediensföretaget **Kerry Group**. Det innebär att vi avyttrat det längst ägda bolaget i ODIN Global. Vi köpte våra första aktier i Kerry i juni 2009. Sedan dess har aktiekursen stigit med över 400 procent. Under de senaste åren har Kerry dock levererat en svagare resultatutveckling än vad vi varit vana vid, och vi är besvikna över både den organiska tillväxten och kapitalallokeringen i bolaget. Relativt dyra förvärv, som inte levererat den tillväxt vi hade kunnat förvänta oss, har satt press på avkastningen på kapital. Vi väljer därför att ta farväl av Kerry.

Vi avslutade året med 29 bolag i fonden.

## Utsikter

När vi väljer bolag till fonden ser vi mycket längre än de kommande 12 månaderna. På lång sikt är det bolagens vinstutveckling som driver kursutvecklingen, medan det över kortare tidshorisonter är förändringar i marknadsförväntningar eller i det allmänna marknadssentimentet som får aktiekurserna att stiga eller sjunka. Vi försöker därför positionera fonden mot starka långsiktiga trender genom att investera i bolag som visat en förmåga att kapitalisera på dessa trender och bygga starka marknadspositioner som håller konkurrenterna borta.

Ett exempel på trender som fondens bolag är exponerade mot är digitaliseringen och de enorma produktivetsvinsterna med digitaliseringen i allt från betaltjänster till design, utveckling och test av nya produkter. Artificiell intelligens har potential att öka produktivetsvinsterna från digitaliseringen ett snäpp. Vi är också positionerade i bolag som drar nytta av utvecklingen av allt mer avancerad medicinsk teknik och nya läkemedel, vilket vi behöver i en värld med en åldrande befolkning och ökad förekomst av livsstilssjukdomar. Energieffektivitet, produktivetsförbättringar och effektivare materialanvändning är trender som driver en stor del av efterfrågan i våra industriföretag. Vi vill investera i företag som verkar på växande marknader och samtidigt kan återinvestera sina vinster i innovation, kapitalinvesteringar eller förvärv, och på så sätt uppnå ytterligare lönsam tillväxt utöver marknadstillväxt.

Som vi alltid påpekar försöker vi inte förutse den makroekonomiska utvecklingen och positionera oss därefter. Men vi vet att världen ständigt förändras och att våra bolag ständigt ställs inför nya utmaningar, vilket har varit särskilt tydligt sedan coronapandemins utbrott 2020. När vi nu står inför ett nytt år är vi ödmjuka inför att detta år också kommer att innebära utmaningar för den globala ekonomin och för våra bolag. Vår uppgift är att se till att vi investerar i robusta företag, ledda av duktiga ledare, med sunda och hållbara företagskulturer, som inte minst är finansiellt starka.

Vi hoppas på, och önskar oss, en värld med lägre inflation och lägre räntor 2024, och självklart också en god tillväxt i världsekonomin. Om vi får allt vi önskar återstår att se. Det viktigaste för oss är att våra bolag fortsätter att försvara sina marknadspositioner och dra nytta av de tillväxtpotentialer de ser på sina marknader. Den senaste tidens kraftiga räntefall ger anledning till optimism samtidigt som det är viktigt att vara realistiskt i sina förväntningar med tanke på att prissättningen på börsen också har stigit i takt med en stark kursutveckling.