

FÖRVALTARKOMMENTAR

Sex månader präglade av kontraster

Efter en svagare start på året har den amerikanska marknaden återhämtat sig starkt. Första halvan av 2026 har präglats av geopolitisk osäkerhet driven av Irankonflikten och konsekvenserna av stängningen av Hormuzsundet, samt artificiell intelligens som investeringstema. Vi ser en tydlig klyfta på marknaden och en stor spridning mellan företagen. AI som ämne, och särskilt vissa delar av halvledarmarknaden, rör sig oberoende av resten av börsen, medan andra delar av marknaden säljs bort, särskilt stabila affärsmodeller. Nick Sleep skrev i en aktiemarknadskommentar 2006, något som också är passande för dagens marknad: "When there is a frenzy of activity in one area of the market there is very often an anti-bubble of discarded companies. In the dot com era these were companies with steady cash flow." Vi ser samma tecken nu, där stabila, bra affärsmodeller med något svagare tillväxt säljs ner för att finansiera kapitalet som flyttas in i AI-företag. Vi har upplevt god utveckling bland de företag vi äger som exponeras för artificiell intelligens, men utmaningen är att marknaden visar litet intresse för de traditionella kvalitetsföretagen i portföljen, trots god vinstutveckling. Denna tudelning av marknaden, där typiska kvalitetsföretag med ett stabilt värdeskapande säljs av, samt en smal och kraftig uppgång i enskilda minnes- och halvledarföretag, liksom i mer spekulativa affärsmodeller, förklarar varför vi ligger en bit efter jämförelseindexet hittills i år.

Den största kapitalcykeln i modern historia?

Artificiell intelligens som investeringsämne handlar för närvarande till stor del om att detta är en kapitaldriven investeringscykel. Nästa år förväntas totalt mer än 1 000 miljarder USD investeras i AI-relaterad infrastruktur. Allt detta tillfaller inte den amerikanska ekonomin, men USA:s BNP uppgår till cirka 30 000 miljarder USD. Det innebär att dessa investeringar står för cirka 3 procent av USA:s BNP, vilket gör det till en av de största kapitalcyklerna i modern tid. Vi har fokuserat på de historiska mönster som kännetecknar stora teknikdrivna kapitalcykler, från järnvägar och kanaler till internet på 1990-talet. Det vi har sett under årets första halva bekräftar till stor del denna bild: kapitalflöden till AI-infrastruktur fortsätter i en historisk takt.

Resultaten från underentreprenörerna, de som levererar hackor och spadar, är fortfarande mycket goda och speglar var vi befinner oss i kapitalcykeln. Detta har resulterat i starka vinster för företag inom hårdvara och halvledare. Molnleverantörers enorma investeringar i datacenter och AI-infrastruktur har lett till en stark efterfrågan på komponenter. Leverantörerna har inte utvecklat kapacitet i förväg eftersom de inte hade planerat för denna nivå av investeringar. Konsekvensen är en kraftig förskjutning i balansen mellan utbud och efterfrågan: företag har kunnat höja priserna avsevärt, och vissa komponentpriser har stigit med flera hundra procent. Det är inte ovanligt att halvledare ser stigande priser i uppgående cykler, men storleken på vissa av rörelserna under de senaste tolv månaderna verkar vara utan motstycke.

Det intressanta är att företagen som finansierar nästan hela utvecklingen, nämligen molnleverantörerna, har haft en nästan oförändrad aktiekursutveckling i år. Marknaden föredrar att äga de aktörer som är mottagare av kapitalet och minskar sin exponering mot molnleverantörer som har "foten på gaspedalen". Den tillväxt som nu prissätts in för många av dessa underleverantörer förutsätter i praktiken strukturellt höga och ökande investeringar från molnleverantörerna under flera år framöver.

Förvaltare:



Robin Øvrebø



Linus Berglund
Østerud

Varför investera i fonden?

ODIN USA ger exponering mot världens största och mest innovativa aktiemarknad. USA är hem för många av världens ledande företag, verksamma inom en rad olika branscher och med starka globala marknadspositioner. Den stora inhemska marknaden skapar goda förutsättningar för företag att växa, uppnå skalfördelar och leverera hög lönsamhet över tid. Fonden ger investerare möjlighet att ta del av den långsiktiga värdeskapande potential som finns i amerikanskt näringsliv genom investeringar i allt från små till stora företag.

Hur är fonden positionerad?

ODIN USA investerar i högkvalitativa bolag med starka konkurrensfördelar, bevisade affärsmodeller och goda möjligheter att skapa lönsam tillväxt över tid. Fokus ligger på företag med strukturella tillväxt drivare, hög avkastning på kapital och ledningar med ett långsiktigt värdeskapande fokus. Portföljen är väl diversifierad och består av finansiellt starka bolag inom sektorer med attraktiva långsiktiga tillväxtutsikter. Genom en aktiv och långsiktig förvaltningsprocess söker fonden identifiera företag som har potential att leverera en högre vinsttillväxt än marknaden och därmed skapa god avkastning för investerarna över tid.

[Läs om Odin-modellen här >>](#)

Den stora frågan är hur länge molnleverantörerna är villiga att lägga nästan all sitt fria kassaflöde på AI-infrastruktur medan deras egna aktiekurser straffas? Tidigare har stigande aktiekurser fungerat som ett mandat från aktieägarna till ledningen för dessa molnleverantörer att investera i AI-infrastruktur, men vad händer om aktiekurserna planar ut eller faller kraftigt? Samtidigt gör ökade komponentkostnader att byggkostnaderna ökat avsevärt. Vi noterar att priset på ett datacenter på 1 GW har stigit från cirka 35 miljarder dollar i början av året till i vissa fall över 70 miljarder dollar. Detta har gett nytt liv åt debatten om avkastningen på AI-investeringar.

Utmaningen, eller risken, ligger i Nassim Talebs påminnelse: *«I've seen gluts not followed by shortages, but I've never seen a shortage not followed by a glut»*. Vi vet inte när brist kommer att övergå till överkapacitet, det kan mycket väl vara så att vi fortfarande har några år kvar innan det blir överkapacitet. Men alla stora kapitalcykler slutade likadant: euforin ledde till överkapacitet, överkapacitet minskade priserna och investerarna fick slutligen betala notan. Det är viktigt att ta med sig i all optimism.

Vår positionering

I början av året minskade vi vår exponering mot de stora molnleverantörerna och ökade vår exponering mot dem som tillhandahåller infrastrukturen, både i teknikföretag och även i industriföretag. Vi är fortfarande brett positionerade över AI-värdekedjan, från molnlagring och datachip till nätverks-, design-, industri-, strömförsörjnings- och analoga halvledare. Vi har medvetet valt företag där AI är en stark tillväxt drivare, men där affärsmodellen är diversifierad och gynnas av andra långsiktiga trender. På så sätt sprider vi risken utan att ge upp exponeringen mot vad som fortfarande är marknadens starkaste trend. Exempel på bolag vi tagit in eller viktad upp är till exempel TSMC, Amphenol, EMCOR, Texas Instruments och Littelfuse. Även om vi har ökat vår AI-exponering är vi fortfarande underviktade teknik men främst ökat inom vissa delar av AI som vi tror på, såsom nätverk, designprogramvara, industriell infrastruktur/strömförsörjning och analoga halvledare. Detta är delar av kapitalcykeln där vi har hittat kvalitetsföretag, där det fortfarande finns flaskhalsar och utsikter för god vinsttillväxt och rimliga prissättningar i förhållande till alternativen.

Samtidigt utgör mer defensiva kvalitetsföretag inom konsument, vård och industri – såsom Berkshire, Kroger, Thermo Fisher och Waste Management – en betydande del av portföljen. Dessa företag verkar rimligt prissatta på en marknad som är starkt uppdelad i två delar, och de utgör en bra motvikt till teknologiexponeringen. Dessa är också mycket rimligt prissatta i förhållande till både kassaflöde och historisk prissättning under de senaste tio åren.

Ökad omsättningshastighet och diversifiering

Vi utvärderar kontinuerligt portföljen som helhet och mot alternativen, och är medvetna om att risken i ett så koncentrerat marknaden är reell – även om fundamenta håller för tillfället. Vi utvärderar därför ständigt vår AI-exponering ur ett holistiskt portföljperspektiv. Fondens omsättningshastighet har varit högre än vanligt under de senaste sex månaderna, och vi har ökat antalet positioner utöver vad vi brukar. De teknologiska förändringar vi nu ser på marknaden sker i snabbare takt än tidigare, och detta har bidragit till en högre omsättningsgrad i portföljen. När teknikutvecklingen accelererar ökar också risken för störningar, och vi ser investerare flockas till flaskhalsar i värdekedjan snabbare än tidigare. Detta kräver att vi följer utvecklingen noggrannare och är villiga att justera positioner tidigare i processen än vi vanligtvis gör som långsiktiga investerare. Samtidigt innebär teknologiinvesteringar i sig en risk som drivs av samma takt i teknologisk förändring. Ju snabbare förändringarna sker, desto större är sannolikheten att dagens vinnare störs av morgondagens lösningar.

För att hantera denna risk har vi betonat ökad diversifiering, både för att sprida exponering mot flera länkar i värdekedjan och för att minska beroendet av enskilda företag eller enskilda teknologier inom ämnet. Förändringarna har gjorts medvetet och har sina grunder i fundamental analys och värdering.