

FÖRVALTARKOMMENTAR

Första halvåret har präglats av stora svängningar på aktiemarknaden, främst drivet av geopolitisk oro och en fortsatt stark optimism kring artificiell intelligens (AI). Händelser som Trumps tullhot i januari och det efterföljande kriget i Mellanöstern, med attackerna mot Iran i februari och mars, skapade perioder med högre energipriser, inflationsoro och valutasvängningar som tyngde börserna, särskilt i Europa och Asien. Trots detta visade de globala marknaderna en överraskande styrka under våren och sommaren. Efter starka kvartalsrapporter steg världsindexet MSCI World och de ledande amerikanska indexen till nya rekordnivåer.

Den kraftiga marknadsuppgången, illustrerad av att teknikindexet Nasdaq har stigit med närmare 40 procent det senaste året, döljer dock en tydlig tudelning på börser världen över. Uppgången har i praktiken drivits av ett fåtal mycket stora AI-vinnare inom digital infrastruktur, halvledare och molnbaserade tjänster, som har burit en stor del av utvecklingen i de breda indexen.

Om man däremot ser till ett likaviktat index, där alla bolag väger lika mycket oavsett marknadsvärde, blir det tydligt att "genomsnittsakten" har haft ett betydligt mer måttligt år. Värderingen av den genomsnittliga aktien ligger faktiskt under genomsnittet för de senaste tio åren. Parallellt med denna tudelning har investerarnas höga riskaptit och den intensiva AI-boomen lett till utbredd spekulation på marknaden, där enskilda bolag har stigit med flera hundra procent i värde på kort tid. Investeringarna i artificiell intelligens utgör den största kapitalcykeln i modern historia. Vid någon tidpunkt kommer festen att övergå i baksmälla. Den stora frågan är när. Hittills har festen varit både större och varat längre än vi hade förväntat oss.

I Odin Global har vår strategi präglats av försiktighet. Fonden har eftersträvat en sund riskspridning och medvetet valt att inte satsa på de mest spekulativa AI-raketerna. Vi har visserligen en betydande exponering mot AI-temat, men samtidigt en stor undervikt jämfört med index. Genom att välja bolag med mer diversifierade affärsmodeller har vi hållit oss borta från de mest extrema aktierna. På kort sikt har denna försiktiga strategi visat sig vara fel, vilket är den främsta förklaringen till att fonden inte har hängt med i den extrema indexuppgången hittills i år.

Vi ser också att traditionella kvalitetsbolag släpar efter i uppgången. Vi befinner oss i en fas av cykeln där marknaden inte belönar stabil drift, höga marginaler eller god kapitalavkastning. I stället strömmar kapitalet till aktörer med cyklisk operationell hävstång och mycket hög kortsiktig tillväxt i både omsättning och resultat. Denna trend kommer inte att vara för evigt.

Förändringar i fonden

Vi har sålt tre bolag och tagit in fyra nya innehav hittills i år. I februari sålde vi hela innehavet i specialförsäkringsbolaget Beazley efter att Zurich Insurance lagt ett bud med en premie på 60 procent och en multipel på 2,3 gånger bokfört eget kapital. Det ligger i det övre spannet jämfört med liknande historiska förvärv, och priset speglar bolagets starka marknadsposition.

I mars sålde vi hela positionen i Burford Capital, som finansierar rättstvister. I maj gick vi helt ur IT-infrastrukturbolaget Verisign efter en god omvärdering av aktien, samt ur mjukvarubolaget Topicus, för att koncentrera exponeringen till moderbolaget Constellation Software.

På köpsidan tog vi in Weir Group och CRH i januari. Weir Group är en global ledare inom gruvutrustning med en relativt förutsägbar affärsmodell baserad på service och reservdelar. Bolaget levererar bland annat kritiska pumpar för gruvavfall och är väl positionerat för den ökande kopparefterfrågan som drivs av elektrifieringstrenden.

CRH är i sin tur en ledande aktör inom byggmaterial med en stark position i USA. Bolaget gynnas av en cyklisk återhämtning och omfattande amerikanska infrastruktur-

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 som 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 bolag. 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 värdedrivare för många av våra decentraliserade affärsmodeller. Dessutom har vi investerat i ett antal stora bolag med unika globala marknadspositioner på marknader med förutsägbar tillväxt.

[Läs om Odin-modellen här >>](#)

program, understött av en imponerande historik av disciplinerad kapitalallokering.

AI-boomen har bidragit till att många bolag med mindre spektakulära tillväxtmöjligheter och mer stabila affärsmodeller har sålts ned. Ett exempel på detta är EssilorLuxottica, som vi tog in i slutet av maj. Bolaget, som är världsledande inom optik och ögonhälsa, tyngdes av tillfälligt svagare privatkonsumtion och lägre tillväxt inom smarta glasögon.

Det gav oss en attraktiv ingångspunkt i ett bolag med strukturell medvind från en åldrande befolkning, ökande närsynthet, myopi, och högre marknadspenetration på tillväxtmarknader.

Vi breddade också exponeringen mot infrastruktur som stödjer utvecklingen inom artificiell intelligens genom att ta in Texas Instruments. Bolaget är en gigant inom analoga halvledare, med en bred kundbas och stark kapitaldisciplin. Efter fem år av omfattande fabriksinvesteringar står bolaget sannolikt inför en period där konkurrenskraften stärks, lönsamheten förbättras och kassaflödet ökar betydligt.

Bidragsgivare

Utvecklingen i Odin Global under det första halvåret präglades av en tydlig strukturell medvind inom halvledare, produktionsutrustning och annan infrastruktur. Aktörer som positionerar sig för ökad användning av artificiell intelligens har fått kraftig draghjälp på börserna. Omvänt har bolag där det finns frågetecken kring AI-relaterad disruption av affärsmodellen mött tydlig motvind.

Avkastningen på aktienivå i fonden har hittills i år präglats av en anmärkningsvärt stor spridning. Nedan sammanfattas drivkrafterna bakom halvårets tre starkaste och tre svagaste bidragsgivare.

Bland de starkaste positiva bidragsgivarna hittar vi Keysight Technologies och TSMC. Båda har centrala positioner i värdekedjan för den omfattande globala utbyggnaden av digital infrastruktur och AI-datacenter. Keysight levererade under perioden sitt bästa kvartal någonsin, med rekordhög orderingång, omsättning och vinst. Bolagets avancerade test- och mätutrustning är kritisk för nästa generations nätverk, vilket som mest drev upp aktien med hela 78 procent.

TSMC fick motsvarande stark draghjälp av marknadens mycket stora efterfrågan på de mest avancerade halvledarna som krävs för att driva AI-revolutionen. Halvårets tredje stora vinnare blev det tidigare nämnda brittiska försäkringsbolaget Beazley. Vi hade en relativt stor position och fick väl betalt när budet synliggjorde värdena i bolaget.

På den negativa sidan blev Burford Capital periodens svagaste bidragsgivare. Bolaget, som finansierar stora rättstvister, drabbades av ett mycket överraskande domstolsbeslut i överklagandet mot argentinska myndigheter rörande nationaliseringen av oljebolaget YPF. Att två av tre domare godtog Argentinas överklagande raderade på kort sikt ut ett historiskt stort utdömt skadestånd. När den fortsatta processen och tidslinjen blev alltför osäker valde vi att sälja hela positionen.

HDFC Bank tyngde också avkastningen. Aktien har präglats av motvind efter den stora fusionen med HDFC Ltd, där marknaden oroas för press på räntenettet och en krävande balansgång mellan utlåning och inlåning. I en stram indisk likviditetsmarknad har banken behövt prioritera att bygga upp inlåningsbasen framför aggressiv utlåningstillväxt, vilket har dämpat tillväxttakten på kort sikt.

Slutligen mötte Thermo Fisher Scientific motvind och avslutade halvåret ned 13 procent. Kursfallet kom trots att kvartalsresultaten i stort sett motsvarade förväntningarna. Tillväxten har däremot kommit ned något, till följd av tillfälligt svagare aktivitet i forskningsmiljöer i USA och Kina. Vi bedömer att de långsiktiga drivkrafterna inom bioproduktion och genforskning är fortsatt intakta och behåller bolaget som en relativt stor position i fonden.