



ODIN Global

Årskommentar 2022



Fondets portefølje



Avkastning ODIN Global A – desember 2022

Avkastning siste måned og hittil i år

- Fondet leverte siste måned en avkastning på -2,5 prosent. Referanseindeksens avkastning var -4,7 prosent.
- Hittil i år er fondets avkastning -18,2 prosent. Referanseindeksens avkastning er -8,4 prosent hittil i år.

Kjøp og salg siste måned og hittil i år

- Siste måned har vi ikke gjort noen større endringer i fondet.
- Hittil i år er de største endringene kjøp av Etsy, Intercontinental Exchange, Roche og Edwards, samt salg av MTY Group, IDEX, HEICO og Amazon

Bidragstere siste måned og hittil i år

- De beste bidragstere siste måned var Judges Scientific og Beazley.
- De svakeste bidragstere siste måned var Accenture og DCC.
- Hittil i år er de beste bidragstere Beazley og HDFC.
- De svakeste bidragstere hittil i år er IMCD og DCC.

Prising av ODIN Global – desember 2022

Prising av fondet

- Fondet prises til 19,2 ganger neste 12 måneders resultater.
- Fondet gir en forventet direkteavkastning på 1,3 prosent.
- Målt mot bokført egenkapital prises fondet til 4,2 ganger.
- Selskapene i fondet har en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 15,5 prosent.

Prising av Morningstar Developed Markets Large-Mid Cap Index

- Markedet prises til 15,0 ganger neste 12 måneders resultater.
- Markedet gir en direkteavkastning på 2,4 prosent.
- Målt mot bokført egenkapital prises markedet til 2,6 ganger.
- Selskapene i referanseindeksen har en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på 16,5 prosent.

Makroøkonomi

- OECDs ledende indikatorer indikerer nå at den økonomiske aktiviteten i områdene vokser rundt trend, og at veksten er i en ekspansjonsfase.

Forvalters årskommentar

Året oppsummert

I motsetning til 2021 ble 2022 et svakt år for ODIN Global. ODIN Global A ga en avkastning på -18,2 prosent. Fondets referanseindeks ga en avkastning på -8,4 prosent. Året ble preget av høy og vedvarende inflasjon, som har resultert i at verdens sentralbanker har sett seg nødt til å heve styringsrentene betydelig. Krigen i Ukraina har økt de geopolitiske spenningene og vi har fått en energikrise i Europa. Vi har vært vitne til en rotasjon i markedet, fra aksjer som priser inn vedvarende høy verdiskaping, til aksjer hvor det prises inn mye lavere forventninger til fremtidig verdiskaping. Hovedgrunnen til denne rotasjonen er høyere rentenivåer, som gjør at fremtidig inntjening skal diskonteres med en høyere rentesats, og dermed får en lavere nåverdi.

Vi eier stort sett selskaper i den første kategorien, det vil si selskaper som har vist en evne til å skape verdier over tid, og hvor det forventes at de vil fortsette å skape verdier. For ODIN Global ble 2022 et år med store avvik mellom aksjekurs-utviklingen i våre selskaper, som var negativ, og den underliggende verdiskapingen i selskapene, som var positiv. På kort sikt utvikler aksjekurser seg basert på endringer i forventningene om fremtiden. Endrede forventninger om rentenivået drev aksjekursene i 2022, ikke den underliggende resultat-utviklingen. Selskapene i ODIN Global har stort sett kunnet vise til sterk vekst i omsetningen, relativt stabile eller økende marginer, og dermed solid resultatvekst gjennom 2022.

ODIN Global er et fond som avviker mye fra indeks i sin sammensetning. Det

betyr også at avkastningen i perioder vil avvike mye fra avkastningen på en global aksjeindeks. Fondets meravkastning over tid er sammensatt av perioder med betydelig meravkastning og perioder med betydelig mindreakstning. Selv om vi er misfornøyde mer mindreakstningen i 2022, er den innenfor det vi kan forvente fra et fond som avviker så mye fra indeksen som ODIN Global gjør. For å slå indeks over tid må man avvike mye fra indeks, og således er korte periode med mindreakstning et biprodukt av en strategi for å oppnå langsiktig meravkastning.

Bidragstere til fondets avkastning

Aksjekursutviklingen for de enkelte selskapene i fondet bærer i stor grad preg av rotasjonen fra kvalitetsselskaper som er høyere priset til aksjer med lavere forventet vekst, og en rotasjon fra fjorårets vinnere til fjorårets tapere. Samtidig stikker noen aksjer seg ut, både i positiv og negativ forstand basert på selskapsspesifikke faktorer.

Fondets beste bidragstere var det britiske spesialforsikringselskapet **Beazley**. Vi tok inn Beazley i fondet i begynnelsen av 2021. Selskapet hadde da vært gjennom en svak periode, med flere år med store naturkatastrofer etterfulgt av Coronapandemien. Vår tese var at trenden i Beazleys forsikringsmarkeder var i ferd med å snu i en positiv retning. En sterk økning i forsikringspremiene, lavere forsikringstap, og spesielt sterk vekst innen cyberforsikring, hvor Beazley er en ledende aktør, har bidratt til sterk resultatvekst og god aksjekursutvikling både i 2021 og 2022.



Forvalters årskommentar

Fondets nest beste bidragsyter er indiske **HDFC Bank**. HDFC var en av de svakere bidragsyterne i 2021, men etter at banken har fått vist at de har klart seg bra gjennom Coronapandemien, både i form av relativt lave utlånstap, og fortsatt sterk vekst i antall kunder, hentet aksjekursen seg inn igjen i 2022.

På tredjeplass finner vi amerikanske **Etsy**. Etsy er en ny investering i fondet i 2022. Her kjøpte vi oss inn etter et betydelig fall i aksjen. Vi var litt tidlig ute, og aksjen falt mer etter vi kjøpte oss inn, men snudde så opp igjen og vi endte året med et positivt bidrag fra vår nye investering.

Blant de som bidro mest negativt til fondets avkastning finner vi nederlandske IMCD som er en av fondets største posisjoner, og som var fondets beste bidragsyter i 2021. IMCD har fortsatt å levere meget sterk resultatutvikling i 2022. Prisingsmultiplet på aksjen, som var høy da vi gikk inn i 2022, har derimot blitt halvert, i tråd med høyere renter og utsikter for svakere makroøkonomisk utvikling fremover.

Svenske **Lifco** var også en topp-tre bidragsyter i 2021. Resultatveksten har vært solid også i 2022, men aksjekursen har likevel falt betydelig, og selskapet ble en av fondets svakeste bidragsytere i året som gikk. Både IMCD og Lifco var selskaper som vi solgte oss ned igjennom 2021, gitt at prisingen på aksjene steg uforholdsmessig mye. Sett i ettertid skulle vi redusert disse posisjonene betydelig mer. Vi vil gjerne eie selskapene vi kjøper inn i evigheten så lenge de fortsetter å vokse lønnsomt, men er åpne for å selge oss ned i perioder hvor prisingen løper godt i forkant av resultatveksten.

Irske **DCC** ga også et betydelig negativt bidrag til fondets avkastning i 2022. DCC er i dag en av de desidert billigste aksjene i fondet, priset på under ni ganger inntjening, og med en direkteavkastning på nesten fem prosent. Vi mener dette ikke gjenspeiler verdiskapingspotensialet i selskapet. DCC er en distributør av energi, helseprodukter og teknologiprodukter, som historisk har skapt store verdier gjennom oppkjøp av mindre selskaper, kombinert med underliggende organisk vekst. Også i 2022 har DCC gjort betydelige verdiskapende oppkjøp innenfor helse og fornybar energi.

Endringer i fondet

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

I februar kjøpte vi aksjer i nevnte Etsy. Etsy opererer en markeds plass, etsy.com, hvor enkeltpersoner og små virksomheter selger håndlagde, hjemmelagde og spesialtilpassede produkter innen en rekke ulike produktkategorier, som møbler, dekorasjon, klær, samleobjekter og lignende.

Vi har investert i Etsy fordi vi vurderer at selskapet drar nytte av sterke nettverkseffekter og har en unik merkevareposisjon som skiller seg fra konkurrentene. 88 prosent av kjøperne på etsy.com sier at de finner produkter på Etsy som de ikke finner andre steder.

Forvalters årskommentar

Etsys vekst eksploderte under pandemien, men selv om veksten har falt tilbake i etterkant, har pandemien forsterket posisjonen til selskapet, gitt at nettverket har ekspandert i både antall selgere og kjøpere, og dermed blitt mer verdifullt for begge parter. Ved å drifte en plattform som matcher kjøpere og selgere, kan selskapet vokse uten å måtte sysselsette mye kapital, og vi forventer at driftsmarginene vil øke over tid i takt med at nettverket skalerer og faste kostnader som andel av omsetningen faller.

I februar kjøpte vi også aksjer i amerikanske Intercontinental Exchange (ICE), som også er en forretningsmodell med sterke nettverkseffekter. ICE eier en rekke børser for handel i aksjer og derivater for energi, renter, aksjer og ulike råvarer. Det er i både kjøpers og selgers interesse at handel i verdipapirer samles på én handelsplass. Da blir likviditeten best og prissettingen optimal. ICE tjener penger på transaksjonsbaserte avgifter på hver enkelt handel. I tillegg får de inntekter fra salg av kursdata og annen data som genereres på børsene de eier. Dette er data som aktører i markedet er helt avhengige av for prissetting og risikostyring, og som gir en jevn strøm av inntekter med høye marginer for ICE. Selskapet ledes av Jeffrey Sprecher som grunnla selskapet i 2000, da han skapte en helt ny markeds plass for energikontrakter.

I juni tok vi inn det sveitsiske farmasi- og diagnoseselskapet Roche. De kommende årene vil verdens befolkning eldes og aldersrelaterte sykdommer som blant annet kreft og Alzheimer vil være vår største trussel mot en god

alderdom. Roche er verdensledende innen kreftforskning- og medisiner, en posisjon de i en årrekke har forsvart gjennom industriledende forskning og utvikling. Eksponeringen til selskapet har blitt mer diversifisert de siste årene. Ledelsen har på imponerende vis evnet å erstatte tapt salg fra legemidler som har gått av patent med nyutviklede legemidler. Inngangsbarrierene er store innen biologisk fremstilte legemidler, som i dag utgjør 80 prosent av salget. Vi liker også selskapets langsiktige fokus og fornuftige kapitalallokering.

I november tok vi amerikanske Edwards Lifesciences inn i fondet. Edwards er verdensledende på behandling av strukturelle hjerteproblemer. De har 70 prosent av markedet for kateterbaserte aortaklaff-operasjoner (TAVR). Bare i USA er det 1,3 millioner som har den dødelige tilstanden aortastenose. Kun ti prosent av disse behandles i dag. Edwards har gjennom tiår med forskning og utvikling stadig forbedret sin teknologi, som gjør at flere kan behandles med lav sannsynlighet for komplikasjoner. Vi forventer at Edwards har mange år med høy vekst foran seg, både i TAVR, men også i behandlingsmetoder for andre typer strukturelle hjerteproblemer. Selskapet er ekstremt lønnsomt, med bruttomarginer på rundt 75 prosent og kapitalavkastning på over 30 prosent.

Vi solgte oss ut av den kanadiske restaurantoperatøren MTY Food Group. MTY driver med oppkjøp av ulike franchisekonsepter. Vi valgte å selge oss ut da vi så tegn til at oppkjøpstakten var avtagende på grunn av høye priser i markedet, samtidig som gjeldsbelastningen var økende og høyere enn det vi var komfortable med.



Forvalters årskommentar

For å finansiere kjøpet av Roche, solgte vi oss ut av det amerikanske industriselskapet IDEX og reduserte dermed den sykliske eksponeringen i fondet noe.

I oktober solgte vi oss ut av amerikanske HEICO Corporation. Fondets retningslinjer sier at vi ikke kan være investert i selskaper som selger produkter som inngår som kritiske komponenter i atomvåpen. Vi ble kjent med at et av HEICOs datterselskap har et produkt som anvendes i interkontinentale missiler som bærer atomstridshoder. Om dette produktet kan karakteriseres som kritisk og utelukkende laget for atomvåpen kan diskuteres, og vi har vært i kontakt med flere eksperter på området for å belyse problemstillingen. Selv om konklusjonen ikke er entydig, valgte vi å selge oss ut av selskapet gitt våre strenge retningslinjer på kontroversielle våpen.

I november solgte vi oss ut av Amazon. På tross av at vi fortsatt liker selskapet og vurderer fremtidsutsiktene som interessante, er det to årsaker til at vi har valgt å selge oss ut av Amazon. Vi vurderer at investeringstesen vår har endret seg noe, samtidig som prisingen av aksjen reflekterer en for høy sannsynlighet for fortsatt sterk og lønnsom vekst.

Gradvis økning i marginene og bedre kontantstrøm var en viktig del av investeringstesen vår da vi gikk inn i første halvår 2020. Lønnsomheten har ikke utviklet seg slik som vi så for oss på investeringstidspunktet. Store investeringer gjennom pandemien har gitt overkapasitet som det vil ta lang tid

å absorbere. Prisingen av aksjen impliserer fortsatt høy topplinjevekst og ekspanderende marginer. Vi mener dagens prising gir for lite rom for at resultatveksten kan ende opp med å bli betydelig svakere enn det vi har sett historisk.

Vi ser det også som negativt at selskapets grunnlegger Jeff Bezos har trukket seg som administrerende direktør og har tatt en mye mer tilbaketrukket rolle i selskapet. Det er også en ESG-risiko i selskapet, både knyttet til arbeidsforhold i Amazons lagre, og til deres markedsdominerende posisjon, som vi mener ikke er tilstrekkelig priset inn i dagens aksjekurs.

Vi avsluttet året med 29 selskaper i fondet.

Utsikter

Vi skrev i fjor at vi nok en gang går inn i et år med mange usikkerhetsfaktorer hengende over oss. Det samme kan sies i år. Mens det i fjor var et håp om at inflasjonen kunne være kortvarig, fikk vi i år bekreftet at det ikke var tilfelle. Spørsmålet nå er hvilken effekt rentehevingene, som skal ta livet av inflasjonen, vil ha på den økonomiske aktiviteten.

Vi har ikke noe klarsyn hva gjelder den makroøkonomiske utviklingen. Sentralbankene har signalisert at de er villige til å holde rentene høye så lenge som det kreves for å strupe inflasjonen.

Forvalters årskommentar

Det vil helt sikkert dempe den økonomiske veksten, men om det vil lede verdensøkonomien inn i en resesjon vet vi ikke. Vi vet heller ikke om sentralbankene vil snu så snart man ser tegn til betydelige negative effekter av rentehevingene eller om de vil stå løpet ut så lenge inflasjonen er over målet på to prosent.

Det vi vet er at aksjer nå er betydelig billigere enn i slutten av 2021. Prisen på kvalitetsaksjer med gode vekstutsikter er også blitt billigere relativt til lavmultippelaksjer med lavere vekstforventninger. Det er fortsatt rom for negative overraskelser, og bunnen i aksjemarkedet vil man aldri treffe presist, men i et langsiktig perspektiv kan det være fornuftig å begynne å fase penger inn i aksjer. Det er også i tider som domineres av negative nyheter og dystre spådommer at gryende tegn til positiv utvikling vil ha en stor positiv effekt på aksjemarkedet.

ODIN Global er en portefølje av det vi vurderer som kvalitetsselskaper. Det betyr at de har sterke markedsposisjoner som gjør at de kan oppnå høye marginer på sine produkter og tjenester. De har også vist historisk at de kan øke omsetningen sin over tid. Veksten stammer ofte fra at de selger sine produkter og tjenester inn i strukturelt voksende markeder. Vi tenker da på sterke, langvarige trender som digitalisering, energieffektivisering, økt etterspørsel etter helsetjenester o.l. Samtidig tar de markedsandeler fra sine konkurrenter, fordi deres kunder opplever at de har bedre produkter og

bedre kundeservice. Vi eier også mange selskaper som vokser gjennom konsolidering, det vil si at de kjøper små, ofte privateide, selskaper til priser som gir god avkastning på disse investeringene.

Selv om disse selskapene ikke er immune mot en økonomisk nedtur, har de siste tre årene vist at dette er selskaper som kan skape verdier selv gjennom særdeles utfordrende markedsforhold. Vi eier disse selskapene for deres langsiktige verdiskapingspotensial, og finner vår portefølje av selskaper nå meget attraktivt priset gitt utsiktene for fremtidig lønnsom vekst. Porteføljen er også solid i form av lav gjeldsgrad og lav ESG-risiko.

Verdensøkonomien vil kjempe med inflasjon og høyere renter en god stund til, og vi ønsker å sitte med en portefølje av finansielt robuste og tilpasningsdyktige selskaper. Vi ser lyst på fremtiden til våre selskaper og deres evne til å skape verdier for våre andelseiere over tid.

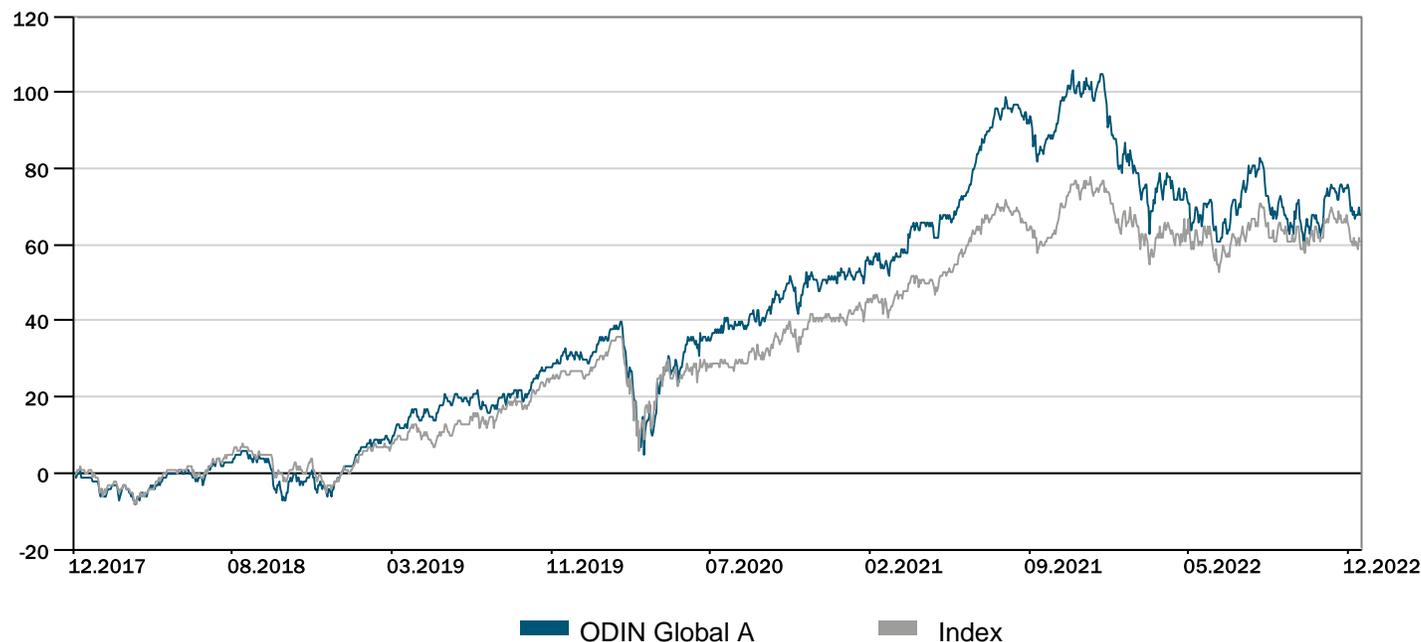
Med ønske om et godt investeringsår.

Nøkkeltall og nyheter fra porteføljen



- presentert på engelsk

Return Last 5 years % (NOK) - ODIN Global A



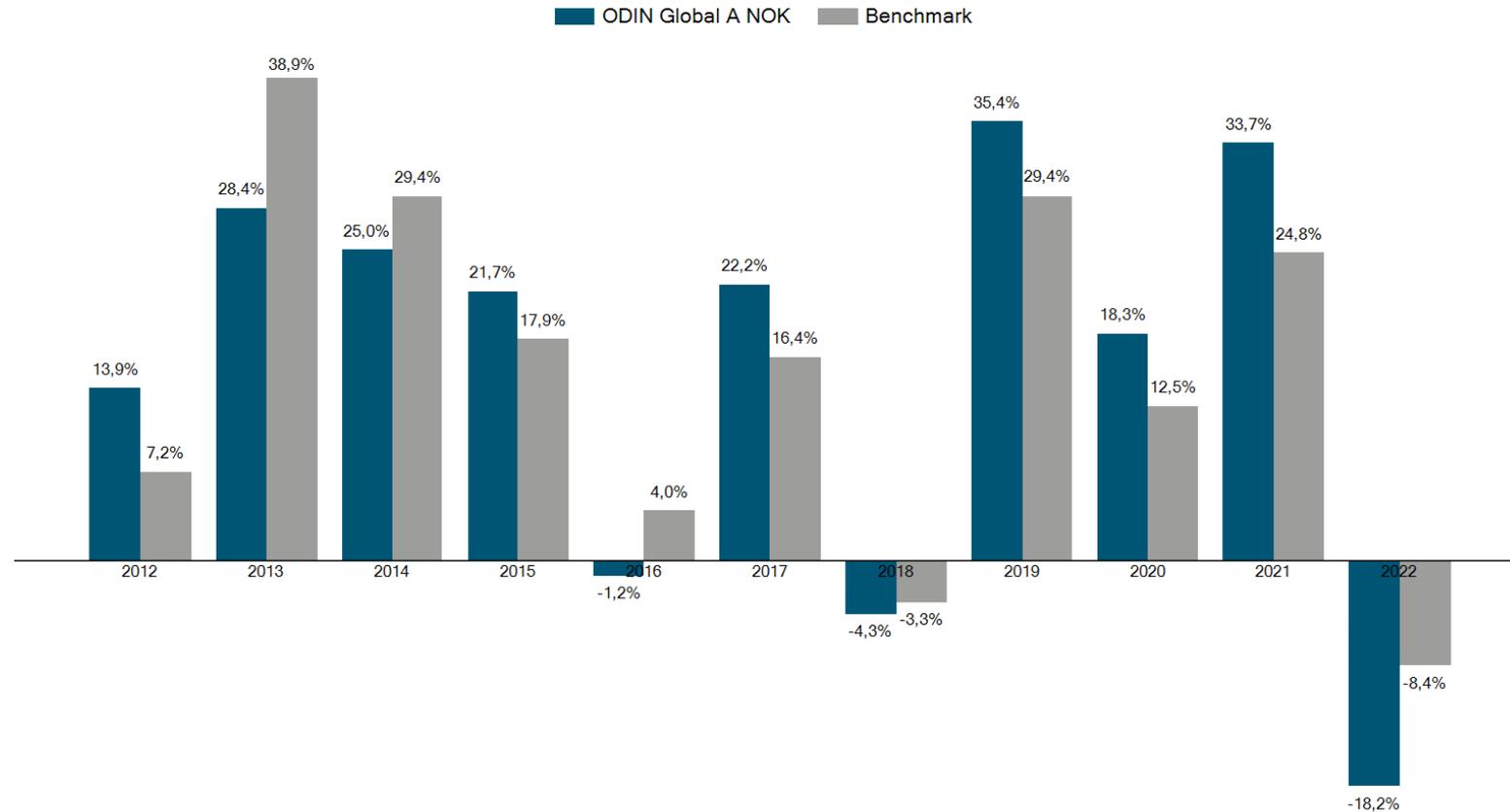
Historical Return % (NOK)*

	Siste mnd	HIÅ	1 år	3 år	5 år	10 år	Siden start
ODIN Global A	-2,51	-18,15	-18,15	8,92	10,90	14,76	7,38
Indeks	-4,69	-8,45	-8,45	8,67	9,97	15,25	5,86
Meravkastning	2,18	-9,71	-9,71	0,25	0,93	-0,49	1,52

* Returns for periods exceeding 12 months are annualized

** Returns for Fund Classes B and C are shown in a separate table. Returns prior to the share class inception date are based on calculations from the fund's oldest share class, taking into account the management fee in each share class.

Annual returns last 10 years - ODIN Global A



ODIN Global A NOK

Significant Portfolio changes year to DATE

Number of changes in portfolio year to date



	Q1		Q2		Q3		Q4	
	+	-	+	-	+	-	+	-
In or out	Etsy ICE	MTY Group	Roche	IDEX			Edwards Lifesciences	HEICO Amazon
Up or down	Volution IMCD Halma Burford Diploma Atlas Copco Constellation Software		Burford ICE Etsy Volution	Constellation Software HEICO Diploma IMCD				

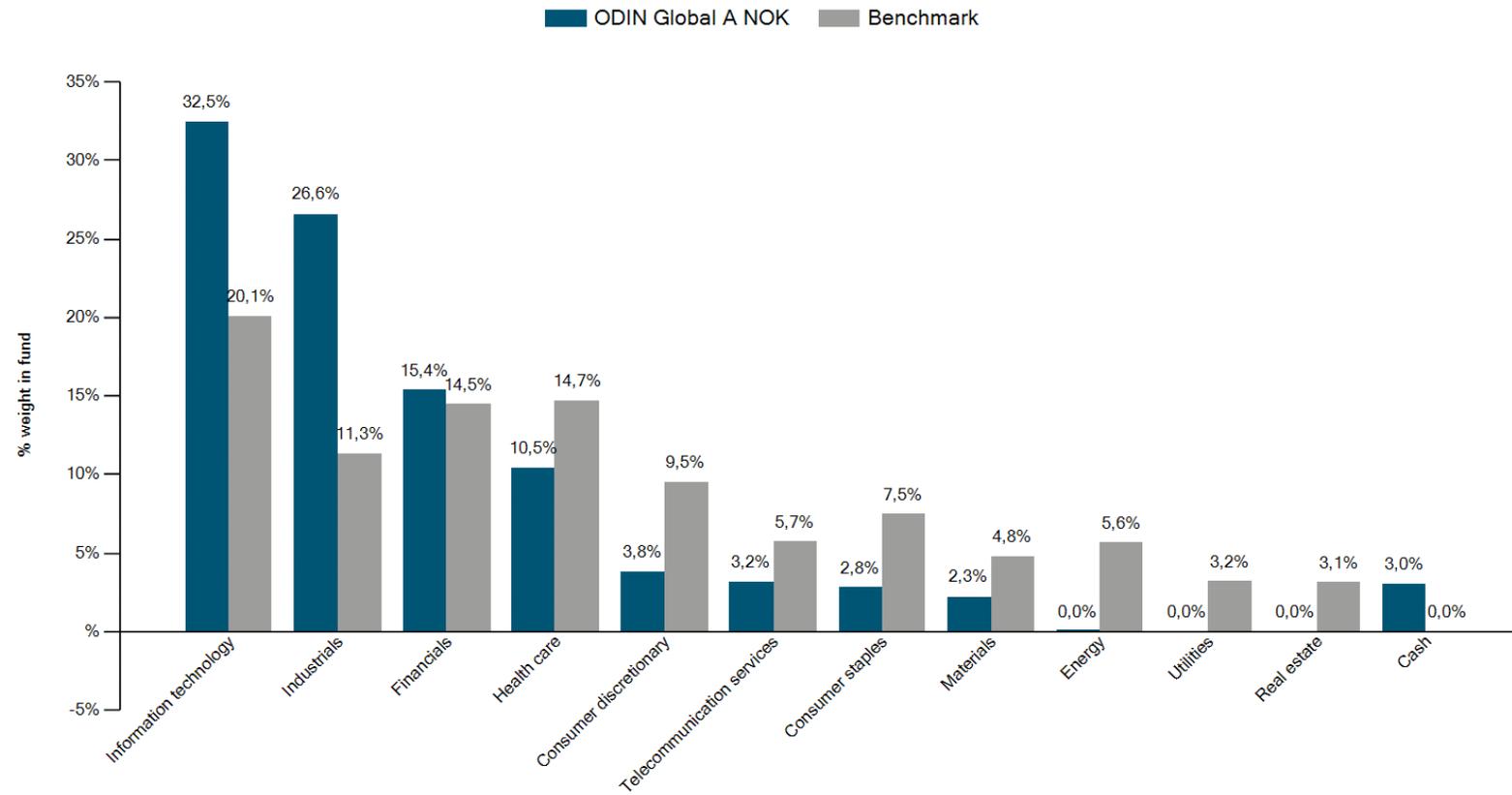


Pricing of the fund

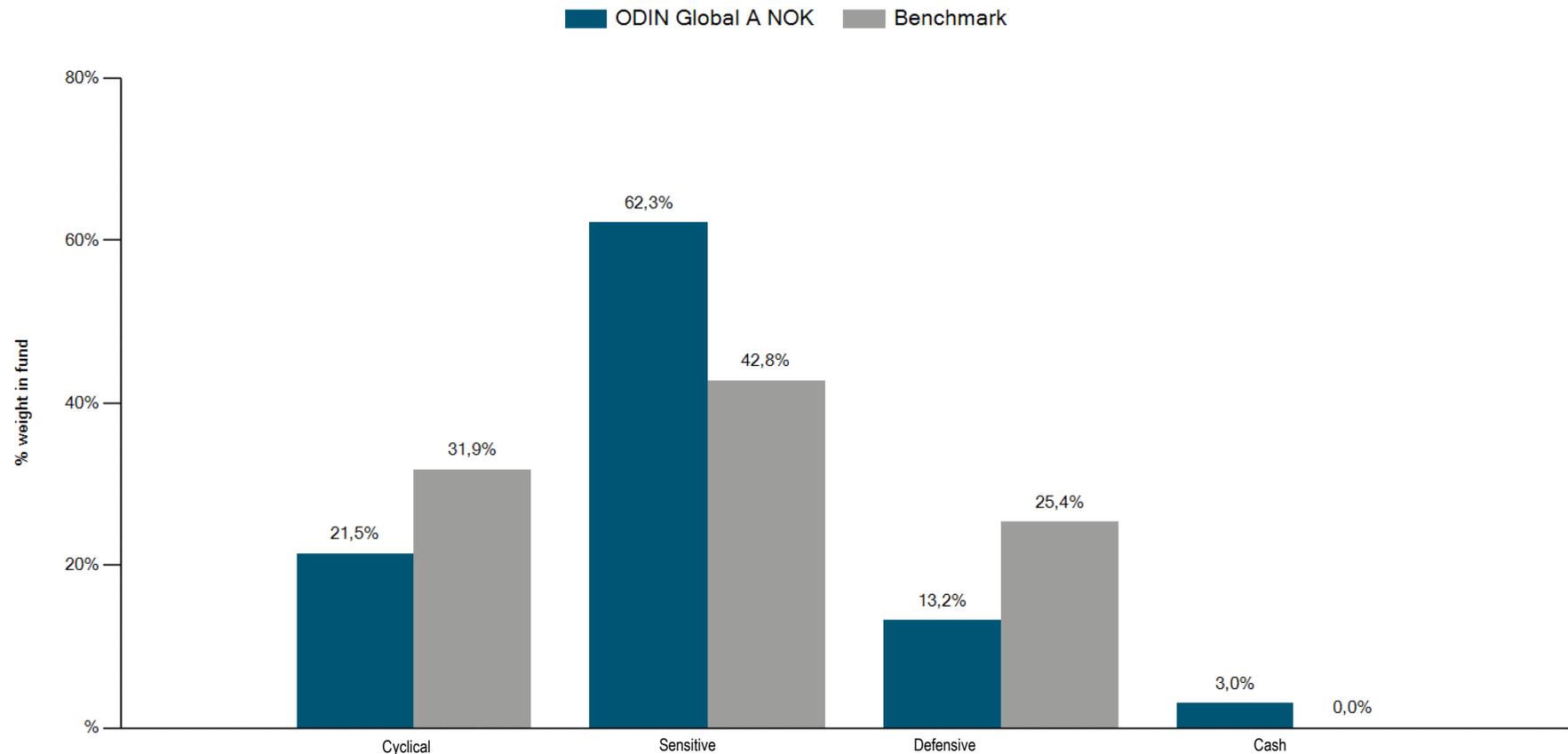
Company	Weight	Country	Industry	P/E (LTM)*	P/E (NTM)*	DivYield (LTM)	DivYield (NTM)	P/B	ROE
Constellation Software Inc.	6,9%	Canada	Software	32,8	26,3	0,2	0,0	21,7	66,2
IMCD N.V.	6,2%	Netherlands	Trading Companies & Distributors	19,4	20,9	1,5	1,5	4,5	23,0
Visa Inc. Class A	4,8%	United States	IT Services	26,2	24,1	0,8	0,9	11,7	44,5
Thermo Fisher Scientific Inc.	4,5%	United States	Life Sciences Tools & Services	23,9	23,9	0,2	0,2	4,9	20,3
Judges Scientific plc	4,0%	United Kingdom	Machinery	25,5	24,1	0,9	1,0	11,3	44,2
Beazley Plc	3,9%	United Kingdom	Insurance	38,7	8,0	2,0	2,1	2,2	5,8
Etsy, Inc.	3,8%	United States	Internet & Direct Marketing Retail	-23,4	47,4	0,0	0,0	-33,4	142,7
Roper Technologies, Inc.	3,8%	United States	Software	30,6	27,0	0,6	0,6	3,3	10,7
Accenture Plc Class A	3,8%	United States	IT Services	23,4	22,5	1,6	1,7	6,9	29,6
HDFC Bank Limited Sponsored	3,5%	United States	Banks	25,0	20,8	0,8	0,9	4,0	15,8
Topp 10	45,2%			31,8	20,9	0,8	0,9	5,9	18,6

* NTM = Next 12 months
 LTM = Last 12 months
 Adjusted earnings and fully diluted number of shares

Sector allocation - GICS Sectors



Sector allocation - Morningstar Super Sectors



GICS sectors included in Morningstar Super Sectors:

Cyclical: Materials, Consumer Discretionary, Financials, Real Estate

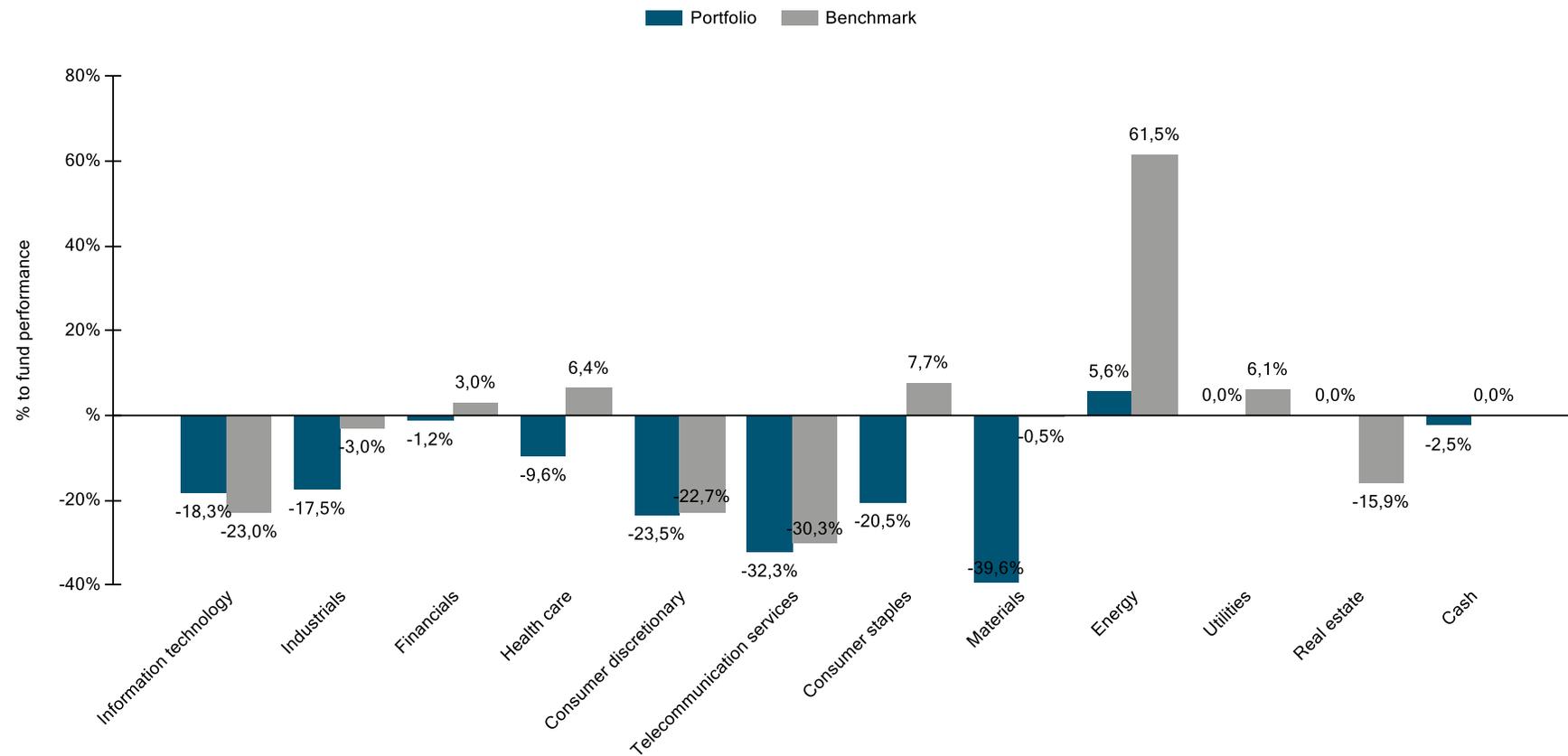
Sensitive: Telecommunication Services, Energy, Industrials, Information Technology

Defensive: Consumer Staples, Health Care, Utilities

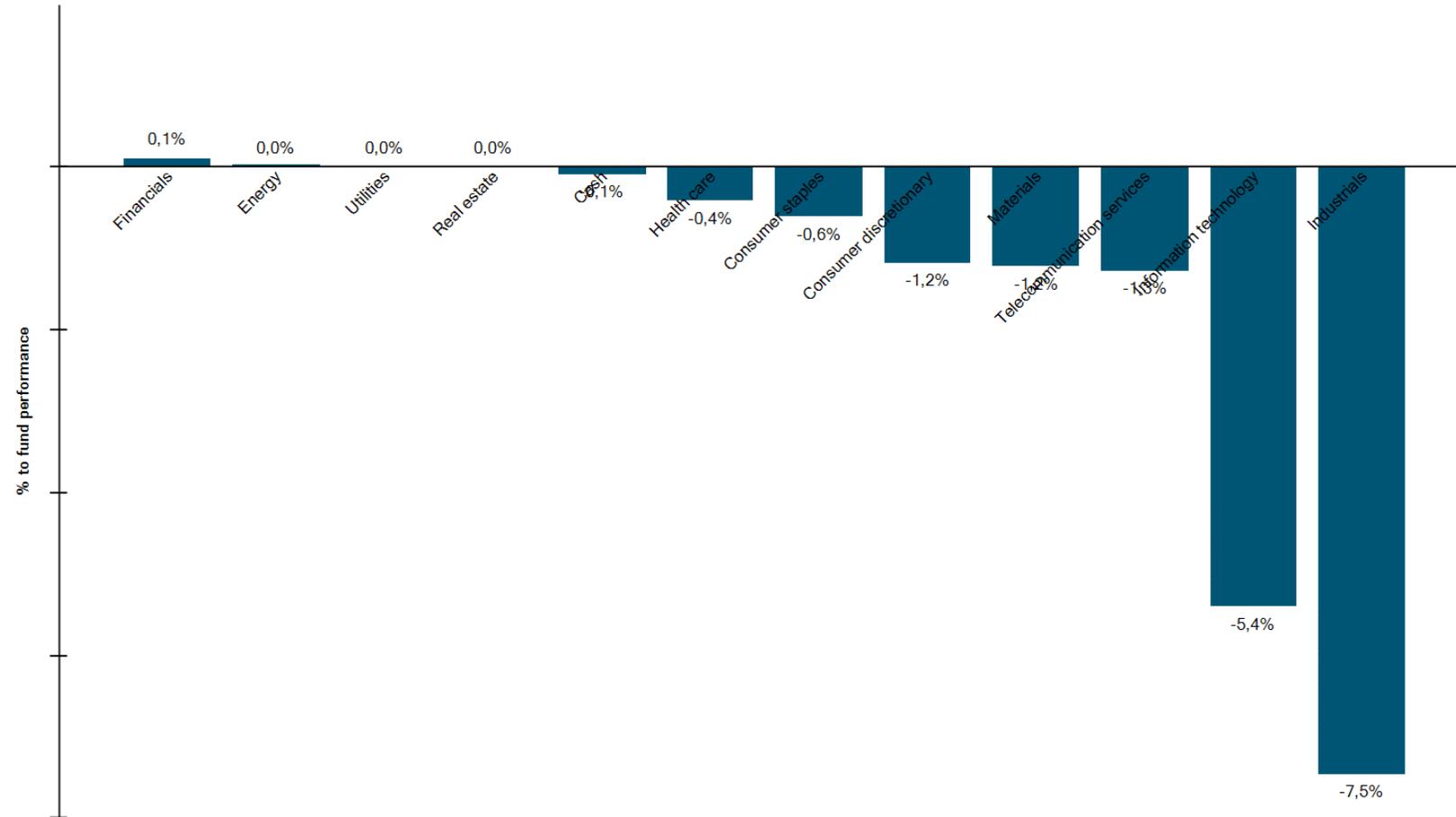


Sector performance*, year to date

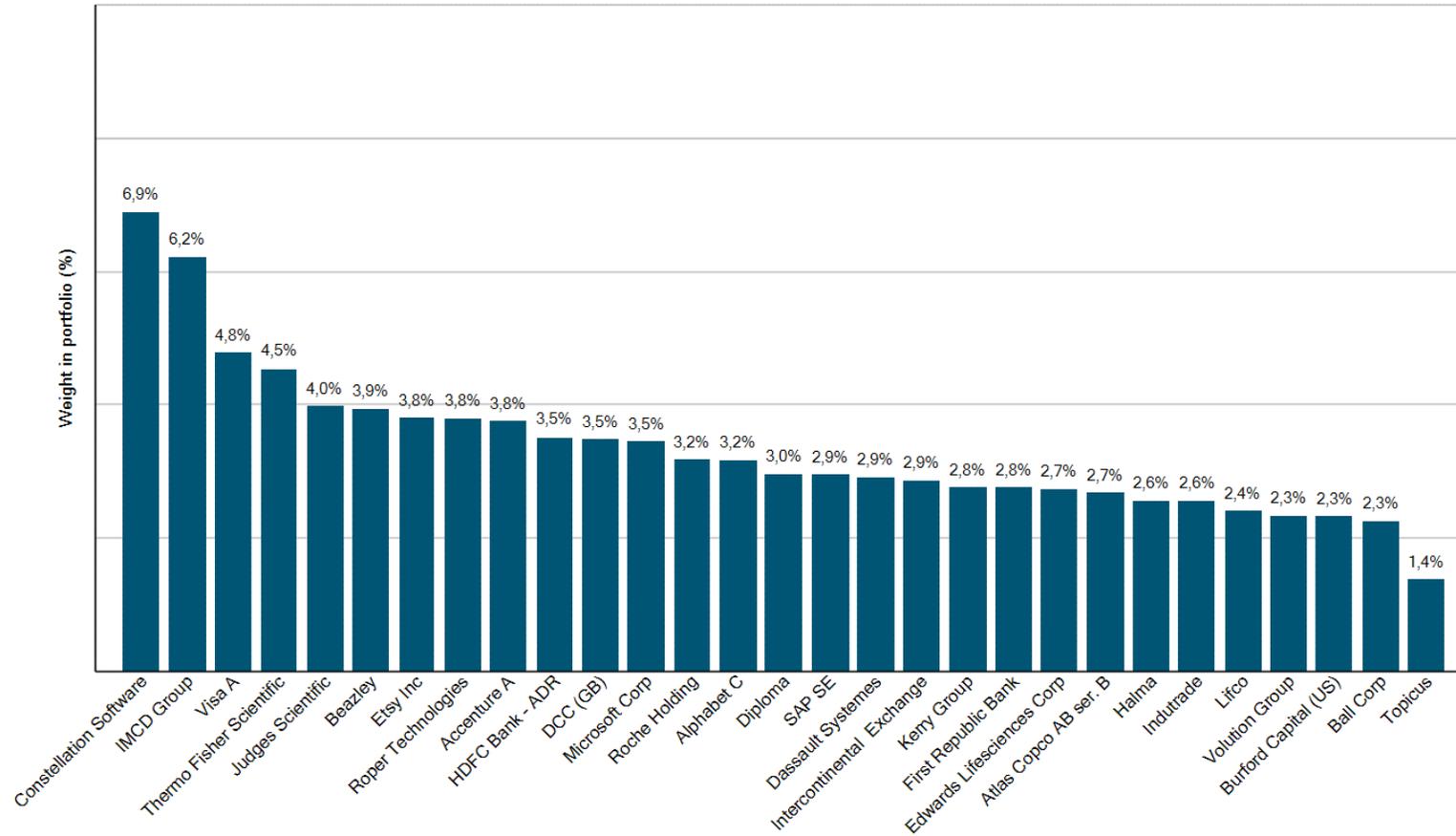
(Sorted by weight in portfolio)



Sector contribution, year to date

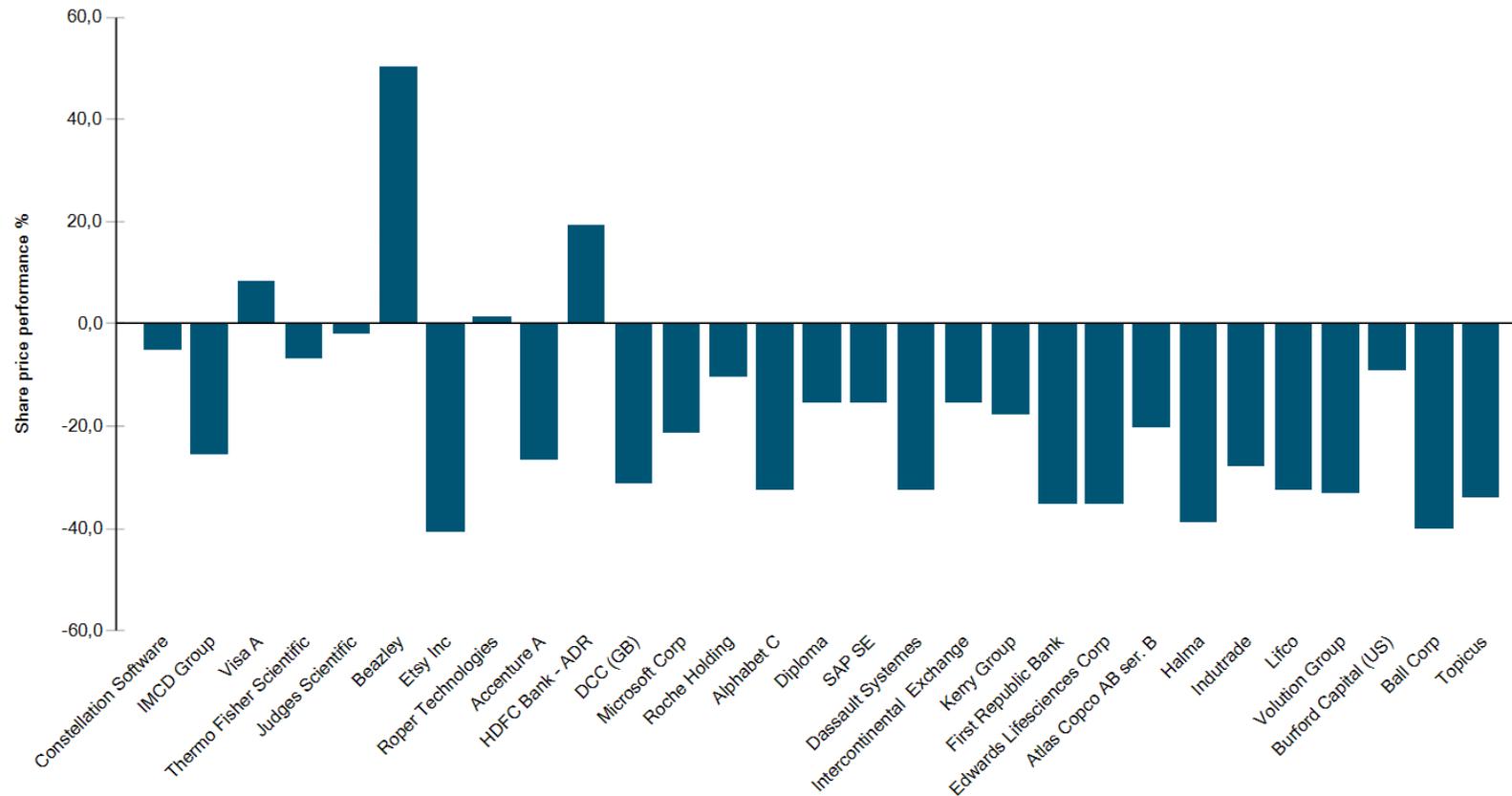


Current holdings



Share price performance*, year to date (NOK)

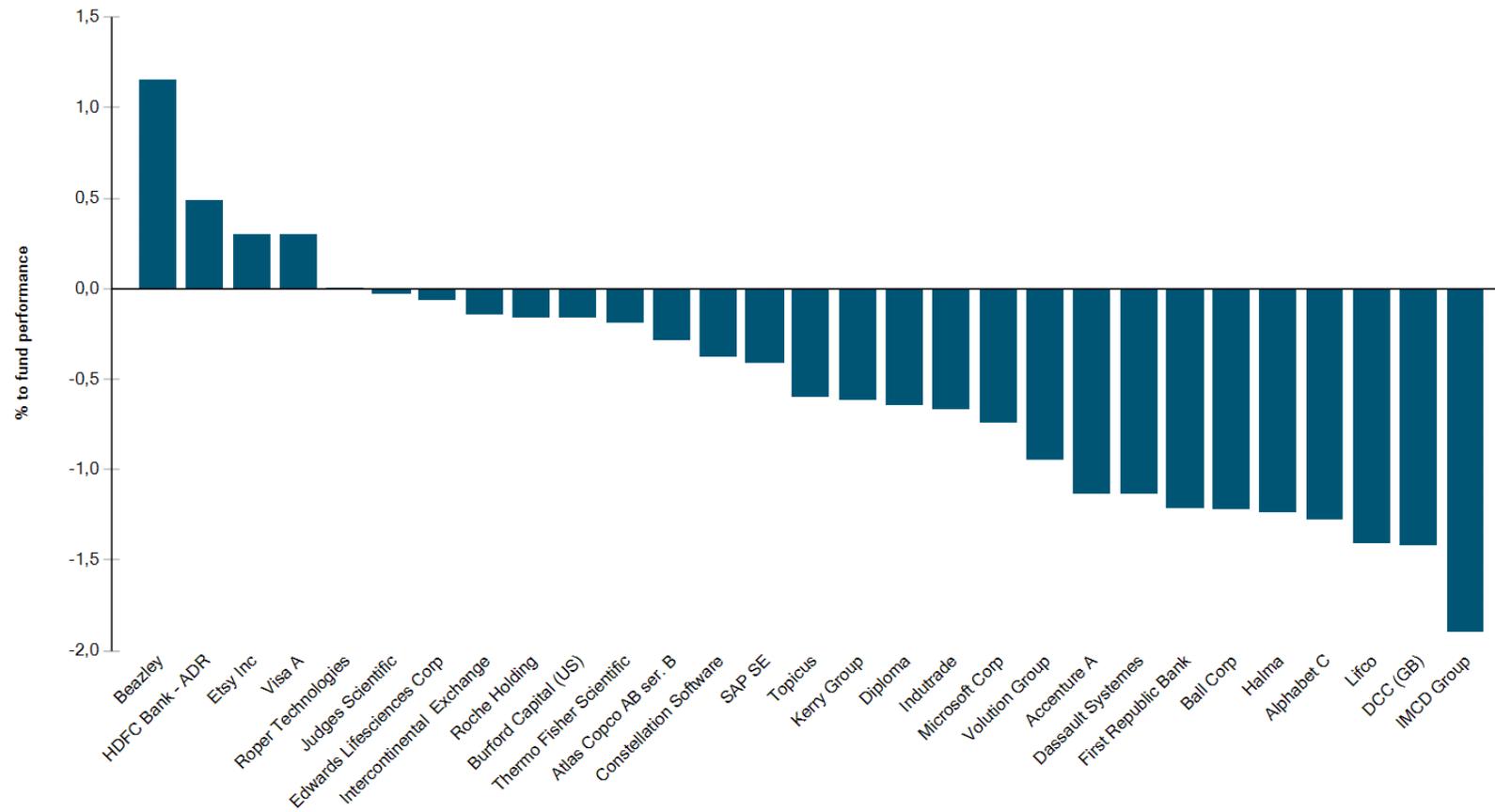
(Sorted by weight in portfolio)



*) Share price performance for equities included in the benchmark. Equities not included in the benchmark are calculated from portfolio figures.



Contribution, year to date (NOK)



Risk Statistics (3 Years), NOK

	Portfolio	Index
Active share	0,93	
Sharpe ratio 1)	0,45	0,69
Standard Deviation 2)	16,40	11,59

	Portfolio
Alpha	-2,43
Beta	1,25
Tracking error	8,20
Information ratio	-0,07

1) Sharpe Ratio uses Norway - 3 MT Bills as risk free rate.

2) Standard Deviation is based upon monthly volatility.

Risk figures are based on the fund class C for funds with fund classes

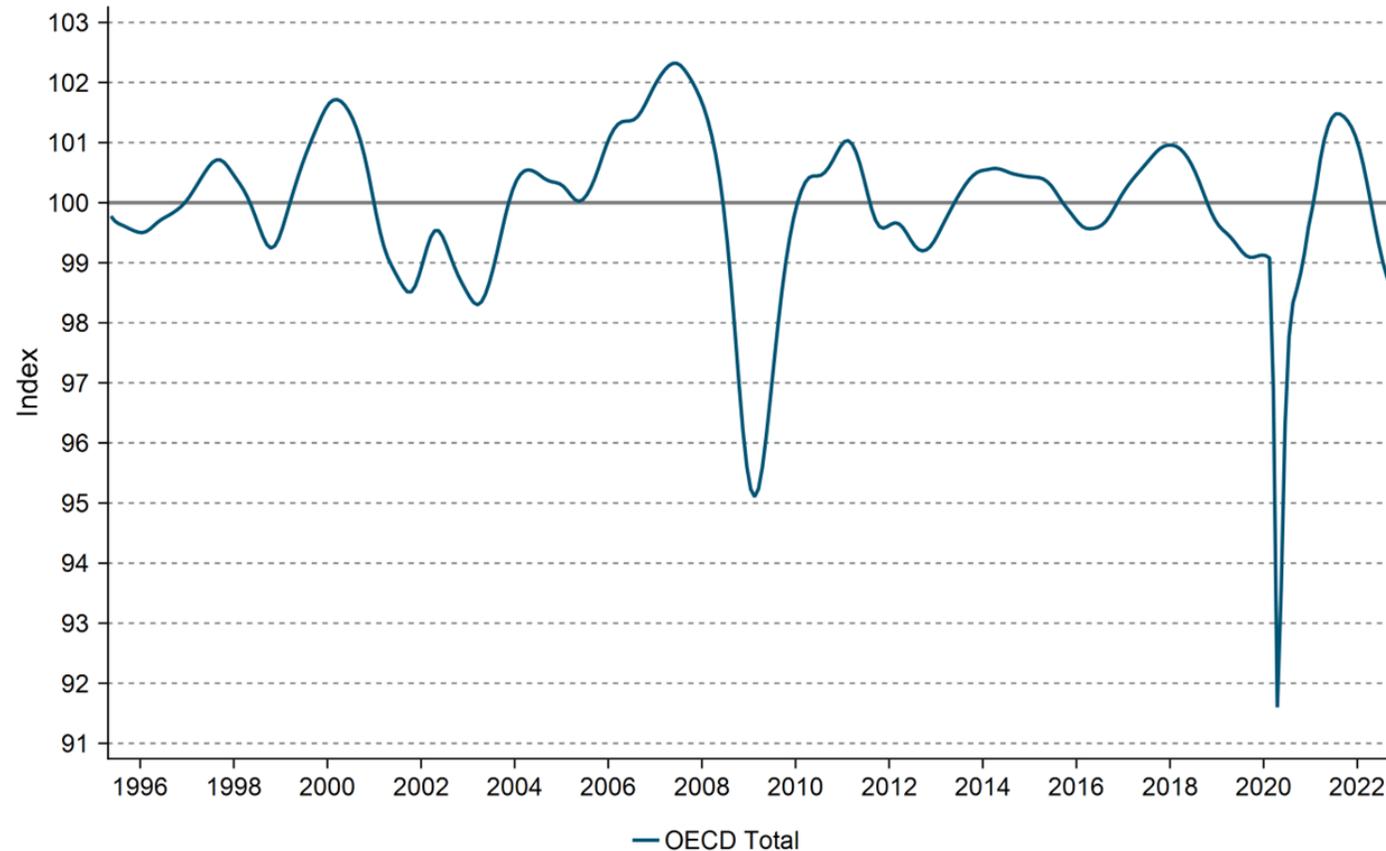
Macro and Market



- presentert på engelsk

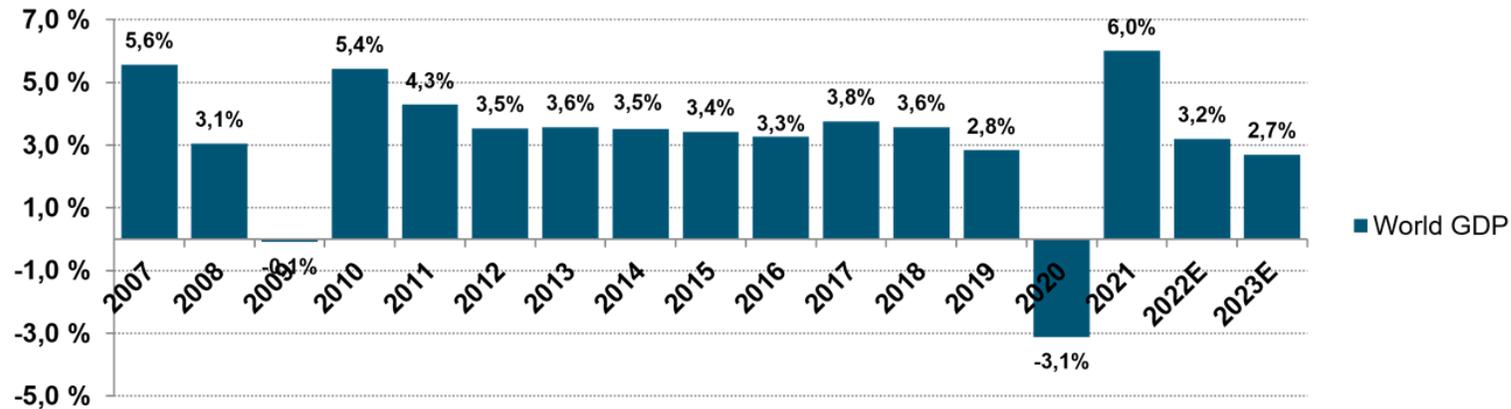
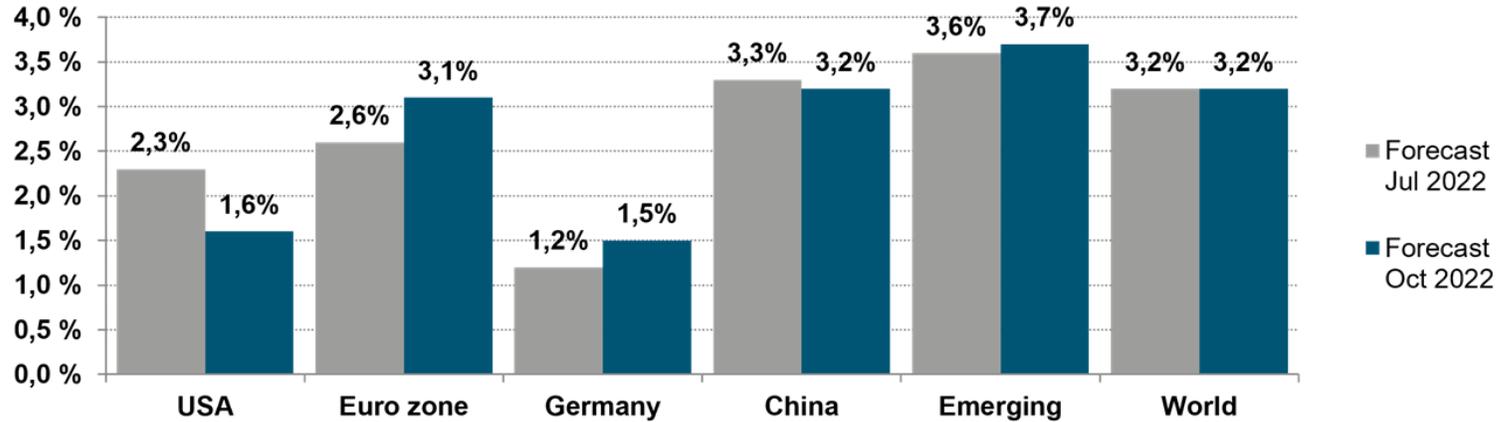
OECD Leading indicator

Level above 100 indicates expanding activity in OECD area



The International Monetary Fund (IMF)

Economic growth forecast



Historical Return - All fund classes (NOK)

	Siste mnd	HIA	1 år	3 år	5 år	10 år	Siden start
ODIN Global A	-2,51	-18,15	-18,15	8,92	10,90	14,76	7,38
ODIN Global B	-2,53	-18,36	-18,36	8,65	10,62	14,47	7,11
ODIN Global C	-2,57	-18,77	-18,77	8,12	10,08	13,65	6,15
ODIN Global D	-2,51	-18,15	-18,15	8,81	10,72	14,52	7,13
Indeks	-4,69	-8,45	-8,45	8,67	9,97	15,25	5,86

* Avkastning ut over 12 måneder er annualisert

Annual returns last 10 years - All fund classes (NOK)

	ODIN Global A NOK	ODIN Global B NOK	ODIN Global C NOK	Benchmark
2022	-18,15	-18,36	-18,77	-8,45
2021	33,66	33,33	32,67	24,81
2020	18,29	17,99	17,41	12,47
2019	35,40	35,07	34,41	29,43
2018	-4,26	-4,50	-4,98	-3,29
2017	22,24	21,94	20,92	16,42
2016	-1,20	-1,44	-2,42	4,03
2015	21,71	21,42	20,08	17,86
2014	25,01	24,70	23,44	29,42
2013	28,45	28,13	26,94	38,85

Porteføljeselskaper – 10 største



- presentert på engelsk



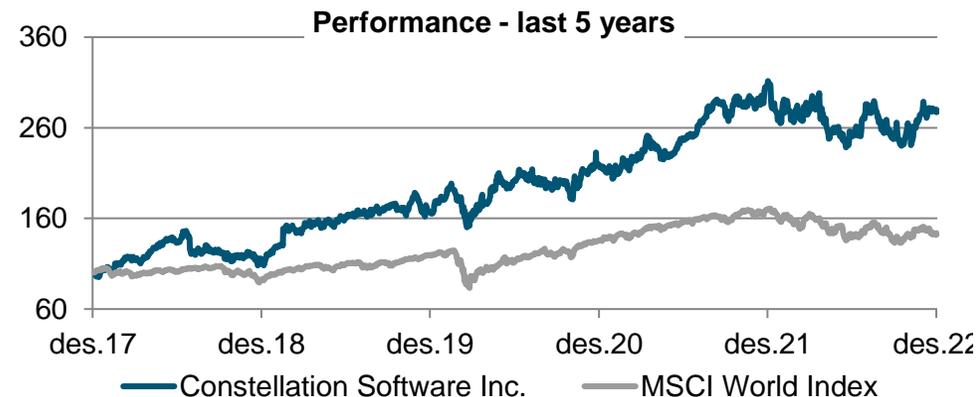
Constellation Software

Company description

Constellation Software is a conglomerate providing vertical market software. The company buys and holds small, niche software companies across the world. Vertical market software is software that solves industry specific needs in a whole range of industries, such as traffic control systems and waste collection, among others. The company was founded in 1995 by current CEO, Mark Leonard.

Constellation Software has a strong culture, solid capital allocation skills and numerous growth opportunities. We like the management's mindset of long-term business focus, combined with a highly disciplined capital allocation policy.

The vertical market solutions provided by the company are very sticky products and provides a strong recurring and valuable revenue stream.



Constellation Software Inc.				Information Technology /Software			
Market Value (mill.)	44 798	Price	2113,96	Price currency	CAD		
Net debt (mill.)	1 870			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	46 668			FX rate (NOK)	7,27		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	2 479	3 060	3 490	3 969	5 106	6 568	7 744
EBIT (Operating Income - mill.)	390	467	515	678	857	826	1 197
Net Income (reported - mill.)	222	379	333	436	310	506	434
Equity	604	866	687	1 048	1 061	1 810	2 589
Return on Equity (%)	36,7 %	51,6 %	42,9 %	50,3 %	29,4 %	35,2 %	19,7 %
EPS	10,5	17,9	15,7	20,6	14,6	47,7	59,4
Book value per share	28,5	40,9	32,4	49,5	50,1	-	-
DPS	4,0	4,0	24,1	95,5	4,0	-	-
Price/Earnings	58,1	35,7	61,9	63,1	127,0	32,7	26,3
Price/Book Value	21,3	15,7	30,0	26,2	37,1	-	-
EV/EBIT	31,5	30,1	39,9	38,5	47,5	41,7	28,8
Dividend Yield (%)	0,7 %	0,6 %	2,5 %	7,4 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %





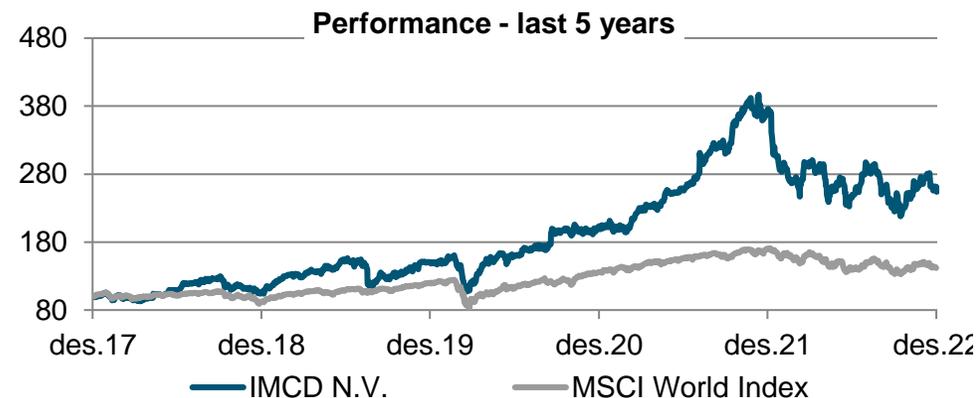
IMCD

Company description

IMCD is a leading international speciality-focused provider of fully integrated marketing, sales and distribution services within specialty chemicals and ingredients. The company operates an asset-light business model, outsourcing most of its distribution and other ancillary services. The company is diversified by products, suppliers, customers and geographical footprint.

IMCD is a highly efficient operator generating industry-leading profitability and return. The company is one of the leaders in a very fragmented industry. Hence, the inorganic growth opportunities are significant. The company is also benefiting from a strong outsourcing trend among chemical producers.

The management is central in our investment thesis. The CEO and CFO lead the formation of the company and they have more than 20 years of industry experience. We like their significant ownership and their focus on running the business for the long run.



IMCD N.V.	Industrials /Trading Companies & Distributors						
Market Value (mill.)	7 588	Price	133,15		Price currency	EUR	
Net debt (mill.)	1 138				Reporting currency	EUR	
Enterprise Value (mill.)	8 726				FX rate (NOK)	10,51	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	1 907	2 379	2 690	2 775	3 435	4 613	4 698
EBIT (Operating Income - mill.)	125	157	166	187	293	486	469
Net Income (reported - mill.)	77	100	108	121	207	329	307
Equity	729	786	867	1 252	1 460	1 708	1 895
Return on Equity (%)	10,6 %	13,2 %	13,1 %	11,4 %	15,3 %	20,8 %	17,0 %
EPS	1,5	1,9	2,1	2,2	3,6	6,9	6,4
Book value per share	13,9	15,0	16,5	22,0	25,6	29,9	33,1
DPS	0,6	0,8	0,9	1,0	1,6	2,0	2,0
Price/Earnings	35,7	29,4	37,8	46,6	53,5	19,4	20,9
Price/Book Value	3,8	3,7	4,7	4,7	7,6	4,5	4,0
EV/EBIT	25,9	22,5	28,7	33,0	40,1	17,9	18,6
Dividend Yield (%)	1,2 %	1,4 %	1,2 %	1,0 %	0,8 %	1,5 %	1,5 %



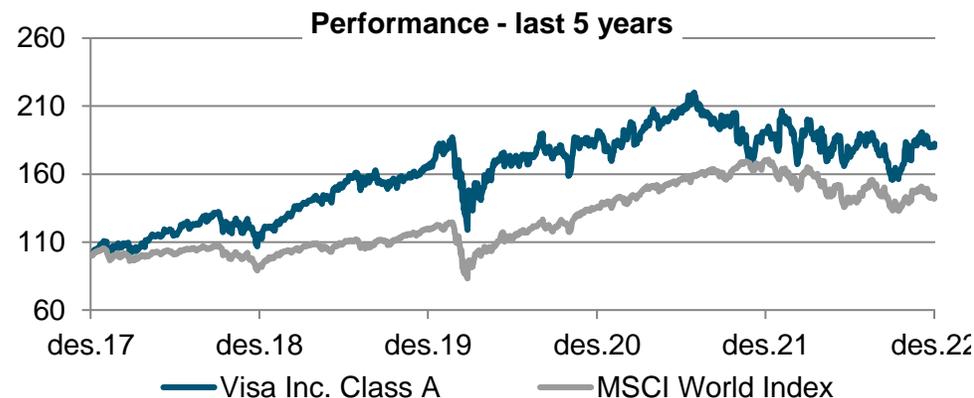
VISA

Company description

VISA is a technology company connecting consumers, businesses, banks and government to electronic payments in more than 200 countries. It offers fraud protection for account holders and rapid payments for merchants. They also operate one of the worlds most advanced processing networks – VisaNet.

Worldwide a large share of payments are still cash payments. Visa benefits from the growth in debit and credit cards, and from new payment solutions based on the VISA processing network. With a market share of more than 50 percent, the company is surrounded by a wide moat difficult for competitors to replicate. VISA has a globally recognized brand, a global digital payments ecosystem, and safety and security solutions embedded in its network.

Scale and network economics makes alternatives costly and enables the established companies like VISA and Mastercard to earn healthy profits. It is very much an oligopolistic market structure.



Visa Inc. Class A				Information Technology /IT Services			
Market Value (mill.)	428 336	Price	207,76	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	2 102	Reporting currency	USD				
Enterprise Value (mill.)	430 438	FX rate (NOK)	9,85				
Year end (September)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales (mill.)	20 609	22 977	21 846	24 105	29 310	31 938	35 704
EBIT (Operating Income - mill.)	13 561	15 401	14 109	15 828	19 750	21 667	24 554
Net Income (reported - mill.)	9 942	11 650	10 475	12 008	14 630	17 141	19 448
Equity	34 006	34 684	36 210	37 589	35 581	37 595	39 165
Return on Equity (%)	29,2 %	33,9 %	29,6 %	32,5 %	40,0 %	46,8 %	50,7 %
EPS	4,3	5,1	4,7	5,5	6,8	8,3	9,7
Book value per share	12,9	13,5	14,6	16,3	16,1	18,8	22,4
DPS	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,8	2,0
Price/Earnings	35,2	33,5	42,4	40,6	25,9	25,1	21,5
Price/Book Value	11,7	12,7	13,7	13,6	11,0	11,0	9,3
EV/EBIT	26,4	25,9	32,1	31,1	19,4	19,9	17,5
Dividend Yield (%)	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %





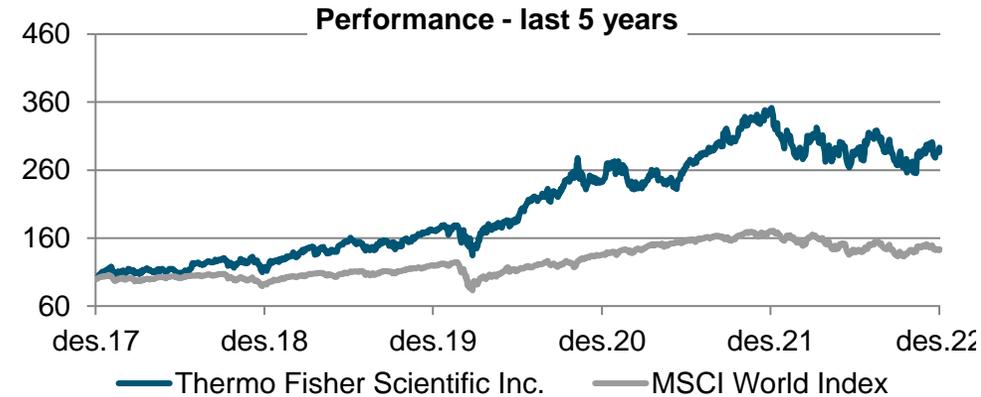
Thermo Fisher

Company description

Thermo Fisher sells tools and services used in the discovery of new chemical and biological pharmaceuticals, diagnostics, academic research and food and environmental testing. It effectively helps labs do their research, diagnostics and testing more efficiently. Thermo's instruments become an integral part of customers' workflow and require them to purchase consumables from Thermo for their everyday activities.

Thermo operates in markets with strong growth trends. The development of biological medicines, advanced genetic diagnostics and food testing are areas where we see large investments by a number of companies, and they all need Thermo's tools to be competitive.

Through several significant acquisitions Thermo has built a very broad product portfolio, making them a preferred supplier for many clients and a "one-stop shop". At the same time, its business is very diversified in terms of growth opportunities and risk.



Thermo Fisher Scientific Inc.					Health Care /Life Sciences Tools & Services		
Market Value (mill.)	215 978	Price	550,69	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	26 227			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	242 205			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	20 918	24 358	25 542	32 218	39 211	43 843	43 830
EBIT (Operating Income - mill.)	3 267	3 872	4 259	7 926	10 318	10 901	10 769
Net Income (reported - mill.)	2 228	2 938	3 696	6 375	7 725	6 938	7 598
Equity	25 413	27 586	29 675	34 507	40 793	44 855	47 700
Return on Equity (%)	8,8 %	11,1 %	12,9 %	19,9 %	20,5 %	16,2 %	16,4 %
EPS	5,6	7,2	9,2	16,0	19,5	23,0	23,0
Book value per share	63,3	68,6	74,4	87,0	103,4	113,4	122,0
DPS	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,2
Price/Earnings	34,0	30,9	35,4	29,2	34,3	23,9	23,9
Price/Book Value	3,0	3,3	4,4	5,4	6,5	4,9	4,5
EV/EBIT	29,1	27,8	34,3	24,9	28,6	22,2	22,5
Dividend Yield (%)	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %



Judges Scientific

Company description

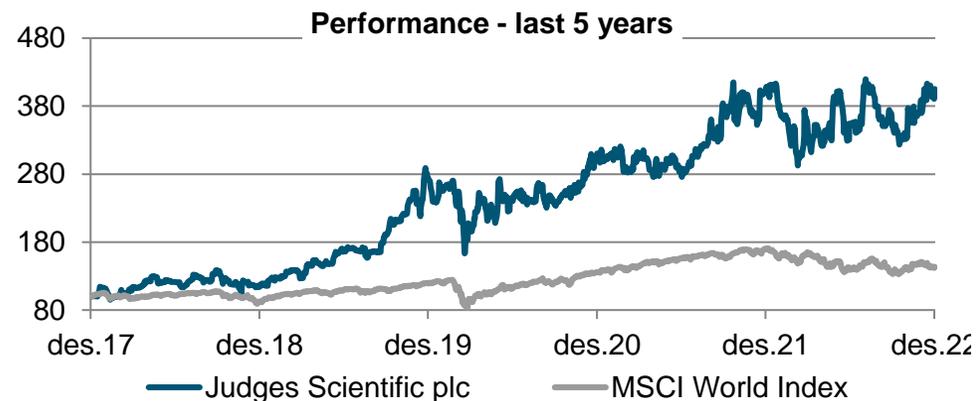
Judges Scientific operates a decentralized “buy and build” model within the space of scientific instruments.

Customers are typically universities like Harvard or Cambridge or research-driven companies that do measuring and testing to optimize products, like Thermo Fisher or L’Oreal. Examples of end use of these highly technical instruments are measurement and testing of soil, hair and technical fibers.

Judges Scientific has a disciplined approach to acquire solid companies in niche sectors, with high EBIT-margins and low working capital requirements. Judges Scientific is still a small “buy and build” model.

The company should still have a long runway of growth and should have ample opportunities to grow both organically and through acquisitions. We like their conservative approach to acquisitions.

Founder and CEO, David Cicurel, owns 12% of the company.



Judges Scientific plc							Industrials /Machinery
Market Value (mill.)	538	Price	84,40		Price currency	GBP	
Net debt (mill.)	27				Reporting currency	GBP	
Enterprise Value (mill.)	565				FX rate (NOK)	11,85	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	71	78	82	80	91	113	125
EBIT (Operating Income - mill.)	6	11	14	10	15	28	33
Net Income (reported - mill.)	4	8	11	8	13	15	20
Equity	24	31	28	32	43	40	38
Return on Equity (%)	17,0 %	31,3 %	38,9 %	27,4 %	33,8 %	35,4 %	52,2 %
EPS	0,7	1,4	1,8	1,3	2,0	3,3	3,5
Book value per share	3,8	4,9	4,5	5,1	6,8	-	-
DPS	0,3	0,4	2,5	0,6	0,7	0,8	0,8
Price/Earnings	31,7	17,4	30,9	48,7	41,8	25,5	24,1
Price/Book Value	5,4	4,9	12,6	12,5	12,4	-	-
EV/EBIT	22,9	14,0	25,3	42,1	35,5	20,4	17,4
Dividend Yield (%)	1,5 %	1,7 %	4,4 %	0,9 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %



Beazley

Company description

Beazley is a specialty insurer within marine cargo, terrorism, executive risk, cyber attacks, environmental liability, and special properties, to name a few. Beazley manages 6 Lloyd's syndicates and has direct underwriting access in all 50 US-states.

Beazley is a well managed franchise with an entrepreneurial culture. Focus on underwriting performance on an individual level has resulted in a solid 10-years track record with an industry leading return on equity.

Beazley is the market leader in cyber, one of the fastest growing and most profitable segments in the global insurance market.

The insurance industry has been through a few challenging years, with high losses related to natural catastrophes and the Covid pandemic. This has put pressure on combined ratios. We expect a hardening insurance market and Beazley is well placed to benefit from this.



Beazley Plc							Financials /Insurance
Market Value (mill.)	4 561	Price	6,80		Price currency	GBP	
Net debt (mill.)	-5				Reporting currency	USD	
Enterprise Value (mill.)	4 556				FX rate (NOK)	11,85	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	1 996	2 225	2 506	2 874	3 326	5 612	6 808
EBIT (Operating Income - mill.)	-	-	-	-	-	190	839
Net Income (reported - mill.)	130	68	234	-46	309	134	700
Equity	1 499	1 467	1 625	1 810	2 131	2 306	3 091
Return on Equity (%)	8,7 %	4,6 %	15,1 %	-2,7 %	15,7 %	6,0 %	25,9 %
EPS	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,5	0,2	1,0
Book value per share	2,9	2,8	3,1	3,0	3,5	3,7	4,5
DPS	0,1	0,2	0,2	-	0,2	0,2	0,2
Price/Earnings	28,9	49,2	16,5	-62,1	12,4	38,8	8,0
Price/Book Value	2,5	2,3	2,4	1,7	1,8	2,2	1,8
EV/EBIT	-	-	-	-	-	28,8	6,5
Dividend Yield (%)	2,0 %	2,4 %	2,1 %	0,0 %	2,8 %	2,0 %	2,1 %





Etsy

Company description

Etsy operates a top-10 e-commerce marketplace in the U.S. and the U.K., with sizable operations in Germany, France, Australia, and Canada.

The firm dominates an interesting niche, connecting buyers and sellers through its online market to exchange vintage and craft goods.

With \$13.5 billion in 2021 consolidated gross merchandise volume, the firm has cemented itself as one of the largest players in a quickly growing space, generating revenue from listing fees, commissions on sold items, advertising services, payment processing, and shipping labels.

As of the end of 2021, the firm connected more than 96 million buyers and more than 7.5 million sellers on its marketplace properties: Etsy, Reverb (musical equipment), Elo7 (crafts in Brazil), and Depop (clothing resale).



Etsy, Inc.		Consumer Discretionary /Internet & Direct Marketing Retail					
Market Value (mill.)	15 055	Price	119,78		Price currency	USD	
Net debt (mill.)	1 349				Reporting currency	USD	
Enterprise Value (mill.)	16 404				FX rate (NOK)	9,85	
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	441	604	818	1 726	2 329	2 509	2 731
EBIT (Operating Income - mill.)	29	75	93	426	502	-678	422
Net Income (reported - mill.)	82	77	96	349	494	-699	366
Equity	397	401	407	742	629	-439	93
Return on Equity (%)	20,6 %	19,4 %	23,7 %	60,8 %	72,0 %	-736,0 %	-211,8 %
EPS	0,7	0,6	0,8	2,7	3,4	-5,1	2,6
Book value per share	3,3	3,3	3,4	5,9	4,9	-3,6	0,7
DPS	-	-	-	-	-	-	-
Price/Earnings	30,3	78,0	58,1	66,1	64,4	-	47,0
Price/Book Value	6,3	14,2	12,9	30,2	44,2	-33,2	162,0
EV/EBIT	77,0	77,3	60,4	55,7	66,7	-	38,9
Dividend Yield (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %





Roper Technologies

Company description

Roper is a diversified technology company providing engineered products and solutions for global niche markets including software information systems.

Roper runs an acquisition-driven business model with a decentralized structure. Roper was established in 1992.

Roper generates very strong cash flow and uses that cash flow to acquire companies with strong niche positions.

Management has proven a strong capability in allocate capital. Over the last 10 years the portfolio of companies has shifted towards higher growth areas within software and technology end markets.

Roper has a open shareholder structure, a cash-focused corporate culture and strong operating metrics. We believe in continued high growth both organically and from acquisitions.



Roper Technologies, Inc.				Information Technology /Software			
Market Value (mill.)	45 824	Price	432,09	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	4 765	Reporting currency	USD				
Enterprise Value (mill.)	50 589	FX rate (NOK)	9,85				
Year end (December)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales (mill.)	4 607	5 191	5 367	5 527	5 778	5 375	5 933
EBIT (Operating Income - mill.)	1 210	1 396	1 498	1 431	1 580	1 517	1 695
Net Income (reported - mill.)	972	944	1 768	950	983	1 016	1 188
Equity	6 864	7 739	9 492	10 480	11 564	14 102	15 203
Return on Equity (%)	14,2 %	12,9 %	20,5 %	9,5 %	8,9 %	7,9 %	8,1 %
EPS	9,4	9,0	16,8	9,0	10,3	14,1	16,0
Book value per share	67,0	74,8	91,2	99,9	109,6	132,0	140,0
DPS	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7
Price/Earnings	27,6	29,5	21,1	48,0	47,8	30,6	27,0
Price/Book Value	3,9	3,6	3,9	4,3	4,5	3,3	3,1
EV/EBIT	25,9	23,2	27,9	38,3	38,0	33,4	29,8
Dividend Yield (%)	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %





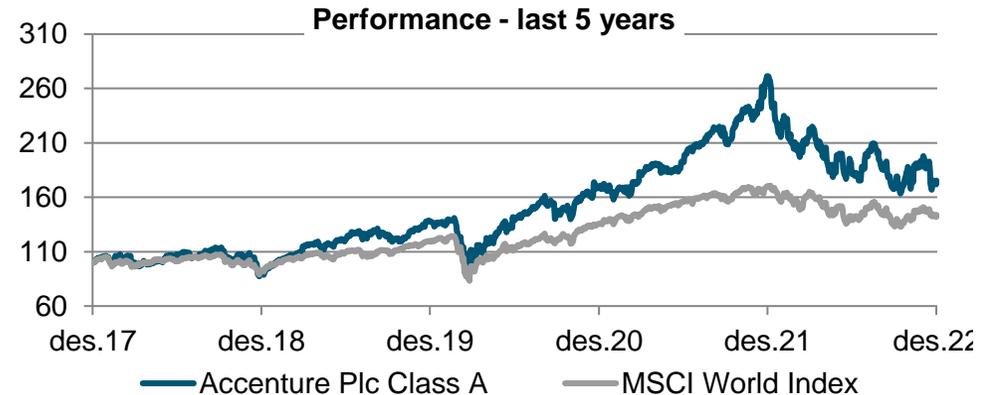
Accenture

Company description

Accenture operates at the intersection of business strategy and technology. Accenture operates two divisions; Consulting and Outsourcing. The latter part of the business runs operations on behalf of the client. Accenture runs a diversified business model across industries and geographies. It is a scalable model which has worked well both in strong and weak markets.

Increased complexity and rapid change in the IT-landscape creates opportunities for Accenture. The increased dependence on digital infrastructure necessitates Accenture's services to help businesses navigate this environment.

Accenture operates an asset-light model which generates strong free cash flow that can be used to invest in the business, acquire other companies or be returned to shareholders.



Accenture Plc Class A				Information Technology /IT Services			
Market Value (mill.)	175 684	Price	266,84	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	-2 604	Reporting currency	USD				
Enterprise Value (mill.)	173 081	FX rate (NOK)	9,85				
Year end (August)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales (mill.)	41 603	43 215	44 327	50 533	61 594	64 374	69 264
EBIT (Operating Income - mill.)	5 934	6 353	6 562	7 724	9 459	9 864	10 730
Net Income (reported - mill.)	4 060	4 779	5 108	5 907	6 877	7 352	8 021
Equity	10 365	14 409	17 001	19 529	22 106	26 388	30 305
Return on Equity (%)	39,2 %	38,6 %	32,5 %	32,3 %	33,0 %	30,3 %	28,3 %
EPS	6,3	7,4	7,9	9,2	10,7	11,5	12,6
Book value per share	16,2	22,7	26,8	30,9	35,0	41,4	49,0
DPS	2,7	2,9	3,2	3,5	3,9	4,5	4,8
Price/Earnings	26,7	26,9	30,4	36,8	26,9	23,2	21,2
Price/Book Value	10,4	8,7	9,0	10,9	8,2	6,4	5,4
EV/EBIT	17,9	19,4	22,5	27,2	18,8	17,5	16,1
Dividend Yield (%)	1,6 %	1,5 %	1,3 %	1,0 %	1,3 %	1,7 %	1,8 %





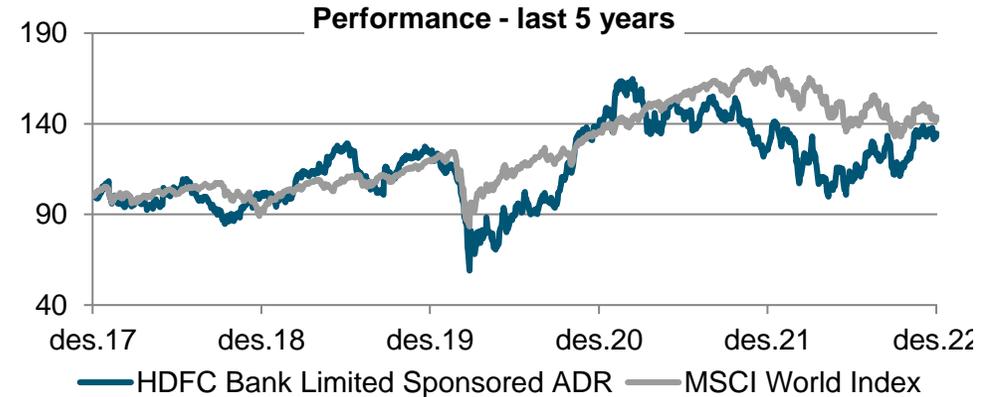
HDFC Bank

Company description

HDFC Bank is India's largest private sector bank. The bank was founded in 1994 and has since grown through rapid branch expansion. Growth has been balanced between personal loans and lower risk corporate loans.

HDFC Bank will be one of the main beneficiaries of the continued strong growth in bank services in India.

The bank has developed a strong brand with a best-in-class branch network and digital banking platform. Moreover, the group has a strong balance sheet.



HDFC Bank Limited Sponsored ADR						Financials /Banks	
Market Value (mill.)	109 695	Price	68,41	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	18 072			Reporting currency	INR		
Enterprise Value (mill.)	127 767			FX rate (NOK)	9,85		
Year end (March)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales (mill.)	1 015 027	1 241 168	1 477 445	1 573 240	1 660 782	1 179 310	1 423 865
EBIT (Operating Income - mill.)	-	-	-	-	-	724 261	876 102
Net Income (reported - mill.)	185 100	223 324	272 540	318 332	380 528	445 004	535 489
Equity	1 095 991	1 536 727	1 763 587	2 098 102	2 473 262	2 788 773	3 262 487
Return on Equity (%)	16,9 %	17,0 %	16,5 %	16,5 %	16,6 %	16,9 %	17,7 %
EPS	107,6	41,7	149,5	173,6	206,3	239,3	283,3
Book value per share	633,5	846,7	964,9	1 141,8	1 338,0	1 498,7	1 763,7
DPS	17,6	22,1	6,8	15,6	36,6	48,1	54,2
Price/Earnings	29,9	96,4	19,5	32,7	22,5	23,7	20,0
Price/Book Value	5,1	4,7	3,0	5,0	3,5	3,8	3,2
EV/EBIT	-	-	-	-	-	14,6	12,1
Dividend Yield (%)	0,5 %	0,6 %	0,2 %	0,3 %	0,8 %	0,8 %	1,0 %



About ODIN



Investment Objective

Long term value creation

*We prefer **performing** companies, with strong long term **prospects**, available at favourable **prices**.*

Investment Philosophy

Performance – Prospects – Price

Performance

Operating excellence

«Doing good business with bad people simply doesn't work»

Warren E. Buffet

Prospects

Strong competitive position

«We don't focus at beating the market short term. We want our holdings to beat their competitors long term»

Börje Ekholm

Price

Favourable valuation

«The bitterness of poor quality remains long after the sweetness of a nice price is forgotten»

Benjamin Franklin

Om ODIN Global

På vegne av våre kunder, er ODIN en aktiv og ansvarsfull forvalter med fokus på langsiktig verdiskaping.

Aksjefondet ODIN Global investerer i utvalgte selskaper på tvers av regioner, land og bransjer. Dette betyr at du som kunde slipper å vurdere hvilket marked du skal investere i. Gjennom aksjefondet ODIN Global kan også du ta del i verdiskapingen som skjer over hele verden.

Fondet har andelsklasser.

Klasse	A	B	C
Etableringsdato	10.06.2015	10.06.2015	15.11.1999
Basisvaluta	NOK	NOK	NOK
Forvaltningshonorar	0,75%	1,00%	1,50%
Tegn./innløsningsgebyr	0,00%	0,00%	0,00%
Minste tegningsbeløp	10 000 000 NOK	1 000 000 NOK	3 000 NOK
Referanseindeks	MSEGUSUN		

Om forvalter



Senior porteføljeforvalter **Harald Nissen** kom til ODIN i 2010.

Harald har forvaltet ODIN Global siden 1. september 2016. Han overtok som fondets ansvarlige forvalter 14. august 2020.

Han har en bachelorgrad i samfunnsøkonomi og statsvitenskap fra University of Warwick og en mastergrad i internasjonal politisk økonomi fra London School of Economics.

Han har erfaring som konsulent innen data og teknologi.

Harald har i løpet av sine år i jobbet med analyser for ODINs globale og europeiske mandater.

Han forvalter også ODIN USA sammen med Robin Øvrebø.



Senior porteføljeforvalter **Håvard Opland** kom til ODIN i 2006.

Håvard har forvaltet ODIN Global siden 1. september 2016. Han overtok som fondets ansvarlige forvalter 14. august 2020.

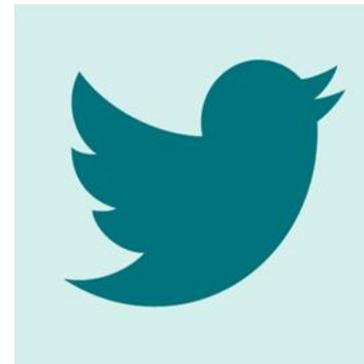
Han er utdannet siviløkonom fra Høgskolen i Agder. Han er i tillegg autorisert finansanalytiker (AFA), har en MBA i finans fra NHH. Han har også erfaring som controller og analytiker.

Håvard har i løpet av sine år i ODIN opparbeidet seg betydelig innsikt i aksjemarkedene internasjonalt.

Han forvalter også ODIN Europa sammen med Robin Øvrebø.

Møt oss og følg i sosiale kanaler

Følg oss i flere kanaler



Disclaimer

ODIN Forvaltning AS er et foretak i SpareBank 1 – alliansen.

Vi gjør oppmerksom på at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalterens dyktighet, fondets risikoprofil samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Ytterligere opplysninger, bl.a. om kostnader finnes i fondenes nøkkelinformasjon, prospekt og vedtekter. Disse er tilgjengelig på www.odinfond.no

ODIN søker etter beste evne å sikre at all informasjon som gis i presentasjonen er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i denne rapporten reflekterer ODINs markedssyn på det tidspunktet den ble utarbeidet, og dette synet kan bli endret uten varsel. Vi har gjengitt kilder som vurderes som pålitelige, men vi kan imidlertid ikke garantere at informasjonen fra kildene hverken er presis eller komplett. Presentasjonen skal ikke forstås som en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. ODIN påtar seg ikke ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av presentasjonen.

Ansattes egenhandel er regulert og skal skje i henhold til ODIN Forvaltning AS' interne rutiner for ansattes egenhandel.

Disclaimer - avkastningstall

Vi gjør oppmerksom på at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Avkastningen er fratrukket årlig forvaltningshonorar. Avkastning utover 12 måneder er annualisert. Tallene er oppgitt i NOK.

Nedenfor finnes oversikt over fondenes startdato og andelsklassens opprettelsesdato.. Avkastning før andelsklassens opprettelsesdato er rekalkulert fra eldste andelsklasse (fondets startdato) med nytt forvaltningshonorar:

Fond	Andelsklasse C	Andelsklasse A og B	Andelsklasse F	Andelsklasse D (nettoklasse)	Andelsklasse E	Andelsklasse U
ODIN Aksje	19.03.2014	10.06.2015	16.03.2022	11.05.2021		
ODIN Norden	01.06.1990	18.08.2016	16.03.2022	18.08.2016	-	-
ODIN Norge	26.06.1992	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Sverige	31.10.1994	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Europa	15.11.1999	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Global	15.11.1999	10.06.2015	16.03.2022	10.06.2015	-	-
ODIN USA	31.10.2016	31.10.2016	16.03.2022	31.10.2016	-	-
ODIN Eiendom	24.08.2000	27.11.2015	16.03.2022	27.11.2015	-	-
ODIN Emerging Markets	15.11.1999	18.08.2016	16.03.2022	18.08.2016	-	-
ODIN Small Cap	28.01.2020	28.01.2020	-	28.01.2020	28.01.2020	27.10.2021
ODIN Bærekraft	29.11.2021	29.11.2021	29.11.2021	29.11.2021	-	-



ODIN

skaper verdier for fremtiden