

[Lovende markeder](#)

[Godisfabrikken](#)

[Tegn til bedring for Ekornes](#)

[Fra den stygge andungen til...](#)

[Carlsberg leverer på sølvfat](#)

[Feminin Boss](#)

## Aksjemarkedene

# Uken som gikk

Etter en rolig start på uken steg børsene pent mot slutten.. Svak indeks for innkjøpssjefenes optimisme (PMI) i Kina tyngtet markedene i innledningen av uken.

I USA brukes dårlig vær (fortsatt) som forklaring på svakere tall for arbeidsmarked og boligmarked enn forventet, men tall for industriproduksjonen gledet. Sentralbanken holder seg til planen om å redusere støttekjøp av obligasjoner, men med forbehold om at økonomien er i bedring.

Her hjemme advarte sentralbanksjef Øystein Olsen i sin årstale om at norsk økonomi snart må tilpasse seg en hverdag med mindre olje. Konsumprisindeks og lønnsvekst har overrasket på oppsiden, og det er nå færre som tror på rentekutt fra Norges Bank i vår.

Det er lysere tider i Europa, og veksten har tatt seg jevnt og trutt opp – om enn fra et lavt nivå. For Italia førte lysere framtidsutsikter til at landets kredittrating ble oppgradert forrige fredag, da Moody's fjernet sin «negative outlook» på ratingen.

### Aksjemarkedsutvikling seneste uke

Norden	0,3 %	Norge	0,7 %
		Sverige	-0,5 %
		Finland	1,1 %
Europa	0,9 %	Tyskland	0,0 %
		Frankrike	0,8 %
		Storbritannia	2,1 %
Verden	0,7 %	USA	0,4 %
		Japan	3,7 %
		Em. Markets	-0,4 %

### Aksjemarkedsutvikling seneste år

Norden	25,9 %	Norge	18,2 %
		Sverige	21,0 %
		Finland	35,8 %
Europa	30,8 %	Tyskland	42,6 %
		Frankrike	35,1 %
		Storbritannia	27,8 %
Verden	28,6 %	USA	32,4 %
		Japan	29,0 %
		Em. Markets	-2,4 %

# Litt skuffende tall, men lovende markeder

Pante- og sorteringselskapet **Tomra** rapporterte litt skuffende tall i fjerde kvartal - drevet av ugunstig produktmix og makroøkonomisk motvind innenfor enkelte segmenter. På den positive siden var det god kontantstrøm og rekordhøyt ordreinntak.

Når det i tillegg er strukturell vekst i sorteringsmarkedet og potensiale for nye panteordrer i Tyskland, beholder vi vårt positive syn på selskapet fremover.

Trafikkstyringselskapet **Q Free** rapporterte fjerde kvartalstall som var preget av nedskrivninger relatert til tap av en stor kontrakt i Australia. Det kom heller ingen nyheter vedrørende prosjektet i Djakarta.

Vi tror at bompengefinansierte veiutbygginger og automatiske styringssystemer for å redusere kø i storbyer blir stadig mer aktuelt. Q Free er således godt posisjonert i et marked med stort potensiale, men vi erkjenner at det er store fluktuasjoner og prosjektrisiko i bransjen.

## TOMRA Systems ASA

Designs, manufactures and operates recycling systems for the return and reuse of beverage containers

Market Value (mill.)	8 285	Price: 56,00	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	9 876		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	3 496	3 690	4 073	4 888	5 224
EBIT (Operating Income) (mill.)	514	629	669	719	822
Net Income (mill.)	74	403	440	461	550
Price/Earnings	19,9	19,4	19,4	16,6	14,2
Price/Book Value	3,3	3,2	3,2	2,7	2,5
EV/EBIT	12,1	10,4	13,3	13,2	11,2
Return on Equity (%)	4,0	20,3	19,9	16,4	17,4
Dividend Yield (%)	2,2	2,2	2,4	2,6	3,1

## Q-Free ASA

Develops electronic toll collection systems and engineering service

Market Value (mill.)	952	Price: 14,00	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	805		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	558	698	593	767	1 253
EBIT (Operating Income) (mill.)	-101	52	-60	42	245
Net Income (mill.)	-57	36	-35	28	175
Price/Earnings	-	-	-	33,5	6,4
Price/Book Value	1,7	1,7	1,7	1,8	1,3
EV/EBIT	-	14,1	-	18,0	2,4
Return on Equity (%)	-11,4	6,5	-5,7	5,3	20,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

# Tegn til bedring for Ekornes

Møbelprodusenten **Ekornes** rapporterte et 4Q13 resultat som var bedre enn hva selskapet indikerte i en pressemelding i slutten av desember.

Selv om den internasjonale makroøkonomiske situasjonen fortsatt er vanskelig, er det tegn til bedring i USA og Danmark, og stabilisering i Tyskland når det gjelder salg. Selskapet har fått god mottakelse på sine nye og noe rimeligere modeller - Stressless City og Stressless Metro. Problemene med innføring av SAP systemer er på det nærmeste løst. Ekornes tegnet et nøkternt bilde av 2014 og fikk kursoppgang i aksjemarkedet.

Medieselskapet **Schibsted** fikk kursoppgang etter sitt 4Q13 resultat. Den underliggende veksten innenfor nettbaserte rubrikkannonser er fortsatt høy - selv om utgiftsførte utviklingskostnader trakk marginen noe ned. Schibsted er en aktør som har klart overgangen fra trykte- til digitale medier bra. Sistnevnte står for over 50 prosent av omsetningen og vokser hurtig, mens inntektsfallet innen tradisjonelle medier møtes med kostnadstiltak.

## Ekornes ASA

Makes and manufactures furniture

Market Value (mill.)	3 195	Price: 86,75	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	2 991		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	2 758	2 712	2 561	2 704	2 817
EBIT (Operating Income) (mill.)	387	349	263	364	410
Net Income (mill.)	274	335	48	256	290
Price/Earnings	18,7	18,6	65,5	12,5	11,0
Price/Book Value	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
EV/EBIT	8,2	8,2	-	7,7	6,7
Return on Equity (%)	16,1	19,9	3,0	15,2	16,5
Dividend Yield (%)	6,3	6,3	6,4	6,7	7,4

## Schibsted ASA

Provides media services, including newspaper publishing, online portals and television broadcasting

Market Value (mill.)	40 921	Price: 381,20	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	43 668		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	14 378	14 763	15 232	15 639	16 512
EBIT (Operating Income) (mill.)	1 641	1 515	1 169	1 475	2 053
Net Income (mill.)	742	185	1 536	769	1 220
Price/Earnings	-	-	26,5	53,7	34,2
Price/Book Value	6,7	6,8	5,2	5,1	4,7
EV/EBIT	10,4	17,8	38,0	28,4	20,0
Return on Equity (%)	11,3	3,1	23,0	9,5	13,7
Dividend Yield (%)	0,9	0,9	0,9	1,0	1,2

# ODIN Norge | ODIN Eiendom

## Blandet i eiendom

Eiendomsselskapet **Olav Thon Eiendomsselskap** viste fortsatt god vekst i omsetning og resultat - knyttet til økt utleieareal - i sitt 4Q13 resultat.

Eiendomsselskapet **Norwegian Property** hadde nok et kvartal preget av lav utleiegrad (73 prosent) og bortfall av inntekter knyttet til ombyggingen på Aker Brygge.

Etter en vanskelig start har prosjektet nå god progresjon både med hensyn til selve ombyggingen og utleie av arealer. Selskapet har imidlertid måttet reforhandle lånebetingelsene med kreditorene og har ikke avsatt utbytte for 2013.

Vi tror at Norwegian Property vil komme i en mer ordinær driftssituasjon i løpet av året. Det ferdigstilles lite nye lokaler i Oslo de neste årene og vi beholder vårt positive syn på Norwegian Property.

### Olav Thon Eiendomsselskap / Manages real estate and provides commercial space

Market Value (mill.)	11 347	Price: 1066,00	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	26 182		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
Sales (mill.)	2 834	2 946	3 030	2 953	3 163
EBIT (Operating Income) (mill.)	-	-	-	1 867	1 960
Net Income (mill.)	724	1 119	1 656	1 642	915
Price/Earnings	5,8	5,7	6,8	14,0	12,5
Price/Book Value	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBIT	-	-	-	14,1	13,5
Return on Equity (%)	7,4	10,5	13,8	5,8	6,2
Dividend Yield (%)	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4

### Norwegian Property ASA

Invests in real estate and hotels

Market Value (mill.)	4 168	Price: 7,60	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	12 714		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	1 021	925	770	805	1 007
EBIT (Operating Income) (mill.)	-	-	-	629	837
Net Income (mill.)	224	-125	-231	133	244
Price/Earnings	-	-	-	29,2	15,4
Price/Book Value	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBIT	-	-	-	22,0	16,9
Return on Equity (%)	4,4	-2,4	-4,4	2,7	5,0
Dividend Yield (%)	2,6	2,6	0,0	2,2	3,0

# Carlsberg leverer på sølvfat

Carlsberg leverte en noe sterkere kvartalsrapport enn ventet. For 2014 forventer selskapet at omsetningen stiger i størrelsesorden 5% og driftsresultatet i størrelsesorden 7%.

Ølmarkedet i Vest-Europa er forventet å falle marginalt i 2014, Øst-Europa med cirka 3 %, mens den asiatiske virksomheten vil øke kraftig.

Carlsberg er nå blitt en stor spiller i Kina, hvor man kontinuerlig kjøper seg opp og dermed øker sine eierandeler i bryggerier man allerede er eier i.

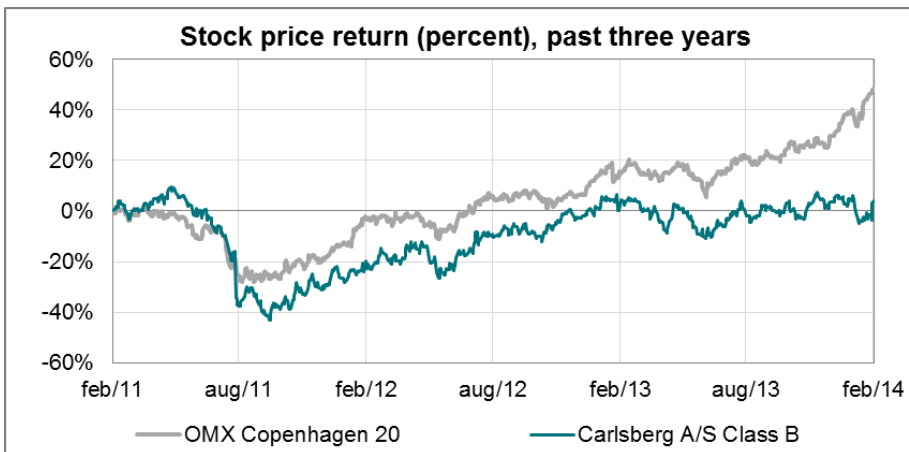
Markedsandelen i Russland er nå 38,6% som er uendret fra kvartalet før, men opp noe år over år.

Selskapet har igangsatt en rekke tiltak for å effektivisere og koordinere sin europeiske produksjon og logistikk. På tross av noe vanskelige markeder, kan derfor selskapet drive lønnsomhetsvekst på egne meritter. Dette vil bidra positivt til inntjeningsveksten i 2014 og fremover.

## Carlsberg A/S Class B

Produces and markets beers and soft drinks

Market Value (mill.)	89 842	Price: 589,00	Currency: DKK		
Enterprise Value (mill.)	126 378	Exchange rate to NOK: 1,12			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	63 561	67 201	66 552	67 845	70 606
EBIT (Operating Income) (mill.)	9 021	9 169	9 711	10 232	11 069
Net Income (mill.)	5 149	5 607	5 471	5 988	6 689
Price/Earnings	18,3	19,6	19,7	14,6	13,1
Price/Book Value	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1
EV/EBIT	11,2	13,3	13,6	11,9	10,7
Return on Equity (%)	7,9	8,2	7,9	8,1	8,5
Dividend Yield (%)	1,1	1,0	1,4	1,5	1,8



## Fra den stygge andungen til...

Svenske **Trelleborg** har gått fra å være den stygge andungen til den hvite svane med gode virksomhetsområder. Selskapet har da også opplevd en reprising.

Selv etter en hyggelig aksjekursoppgang, tror vi det er mer å gå på. Dette er en eksponering mot et nordisk strukturcase hvor selskapet har sterke markedsposisjoner innen jordbruksmaskiner, infrastruktur, konstruksjon samt olje- & gassvirksomhet.

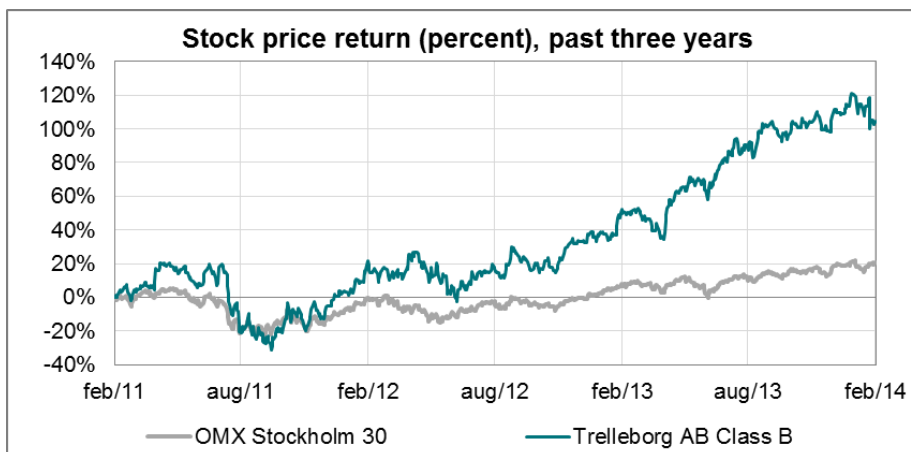
Trelleborg har levert tall for fjerdekvartal som var noe svakere enn forventning. Selskapet leverte en organisk vekst på rundt 2 prosent. Dette var lavere enn estimatene på rundt 5 prosent. Driftsmarginen var marginalt lavere enn ventet.

Likevel var det klare forbedringer på marginer i alle segmenter. Aksjekursen korrigererte likevel ned på disse tallene, noe vi ser som en mulighet for den langsiktige.

### Trelleborg AB Class B

Engineers, manufactures and distributes industrial products and engages in automobile parts production

Market Value (mill.)	33 721	Price: 124,40	Currency: SEK		
Enterprise Value (mill.)	40 399		Exchange rate to NOK: 0,93		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	29 106	21 262	21 473	22 813	24 175
EBIT (Operating Income) (mill.)	2 329	2 171	2 530	3 057	3 469
Net Income (mill.)	1 559	1 773	1 648	2 170	2 563
Price/Earnings	22,3	22,5	21,0	14,7	12,7
Price/Book Value	2,4	2,4	2,3	2,1	1,9
EV/EBIT	9,9	13,2	16,1	12,8	11,0
Return on Equity (%)	12,3	12,9	11,4	14,3	15,1
Dividend Yield (%)	2,4	2,4	2,6	2,9	3,2



# ODIN Sverige

## Godisfabrikken

Godteriprodusenten **Cloetta** er effektiviseringscasen som går som planlagt. Nedlegging av fabrikker og uttak av effektiviseringstiltak er begge i henhold til plan. Driftsresultatene viser kraftige forbedringer og viser drøye 12 prosent driftsmarginer.

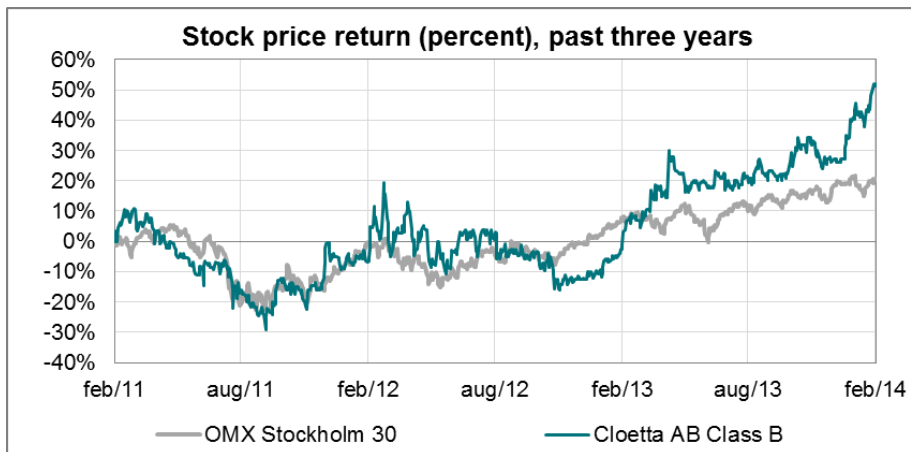
Det vi liker er at selskapet fortsetter å nedbetale gjeld i tillegg til at det viser organisk vekst i topplinjen. I kombinasjon med marginer over 12 prosent for året, gjør dette oss langsiktig positive til selskapet.

Blant kvartalenes lyspunkter var tegn til stabilisering i det italienske markedet, at Finland har kommet tilbake til positive tall, at sjokolade i Sverige viser god utvikling samt nye produktlanseringer i Finland.

### Cloetta AB Class B

Manufactures chocolate and other miscellaneous candy

Market Value (mill.)	6 754	Price: 23,40	Currency: SEK		
Enterprise Value (mill.)	9 911		Exchange rate to NOK: 0,93		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	938	4 860	4 893	5 280	5 435
EBIT (Operating Income) (mill.)	4	434	585	675	750
Net Income (mill.)	8	-73	264	407	489
Price/Earnings	28,2	28,2	25,3	16,1	13,8
Price/Book Value	1,9	1,9	1,8	1,6	1,5
EV/EBIT	134,7	15,4	14,9	14,2	12,3
Return on Equity (%)	1,1	-3,6	7,5	10,1	10,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	1,3	2,9





# Svakt fra PKC

Det finske elektronikkelskapet **PKC** rapporterte marginalt svakere på salg, men klart svakere på resultatlinjen for fjerde kvartal 2013.

Det som fikk kursen til å gå ned 15% var imidlertid hva selskapet sa om forventningene til 2014. Både salg og resultat forventes ned fra i fjor, mens markedet forventet en god forbedring i underliggende virksomhet.

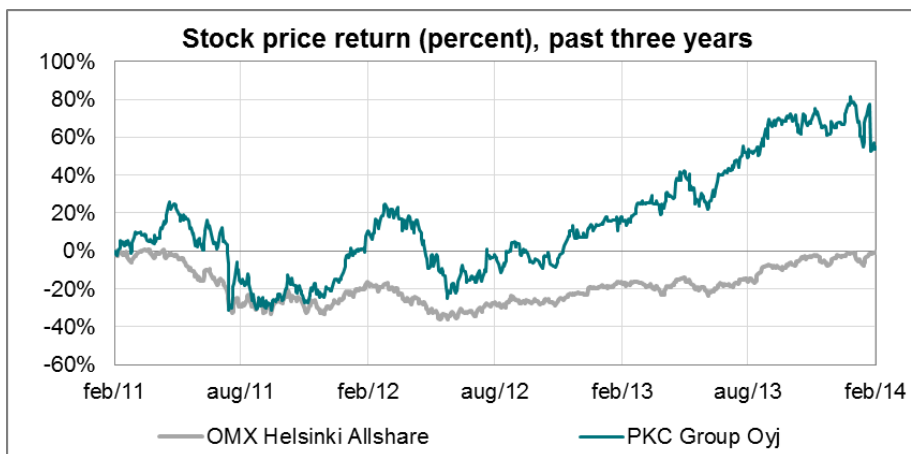
Angivelse for årets omsetning virker konservativ og vil trolig justeres opp. Bak den forventede nedgangen ligger bl.a. nedstengning av en fabrikk i USA som produserer mot lette kjøretøy, ugunstige valutakurser, ingen eventuelle ordre fra et kommende samarbeid med Sinotruk. Samtidig er selskapet mer forsiktig med volumutvikling enn det kundene kommuniserer.

Resultatet presses hovedsakelig av frafallet av de nevnte lette kjøretøyene, flytting til Serbia, vekst-investeringer i Kina. På den positive siden noterer vi at Brasil vil snu fra tap i 2013 til balanse i 2014.

## PKC Group Oyj

Designs and contracts manufacturing services for wiring harnesses, cabling and electronics

Market Value (mill.)	536	Price: 22,43	Currency: EUR		
Enterprise Value (mill.)	554		Exchange rate to NOK: 8,38		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	550	928	884	882	995
EBIT (Operating Income) (mill.)	30	49	32	44	65
Net Income (mill.)	23	24	14	28	45
Price/Earnings	39,0	38,5	35,2	18,7	12,0
Price/Book Value	2,7	2,7	2,7	2,5	2,3
EV/EBIT	11,2	7,9	17,0	11,8	7,5
Return on Equity (%)	17,0	15,1	7,8	13,6	19,0
Dividend Yield (%)	3,1	3,1	3,2	3,5	4,0



## Feminin Boss

**Hugo Boss** er blant verdens ledende merkevarer innen herremote. Selskapet satser stort på å gjenta suksessen innen damemote og har hyret inn Jason Wu som artistisk direktør for damekolleksjonen.

Hans nye Boss-kolleksjon ble lansert på New Yorks fasjonable motemesse denne uken og fikk mange positive tilbakemeldinger fra Vogue, Look, Elle, Cosmopolitan og New York Times.

Kvinnemote utgjør kun 10% av Hugo Boss foreløpig, men representerer en av vekstmotorene, i tillegg til ekspansjon i Asia og mer salg fra egne butikker.

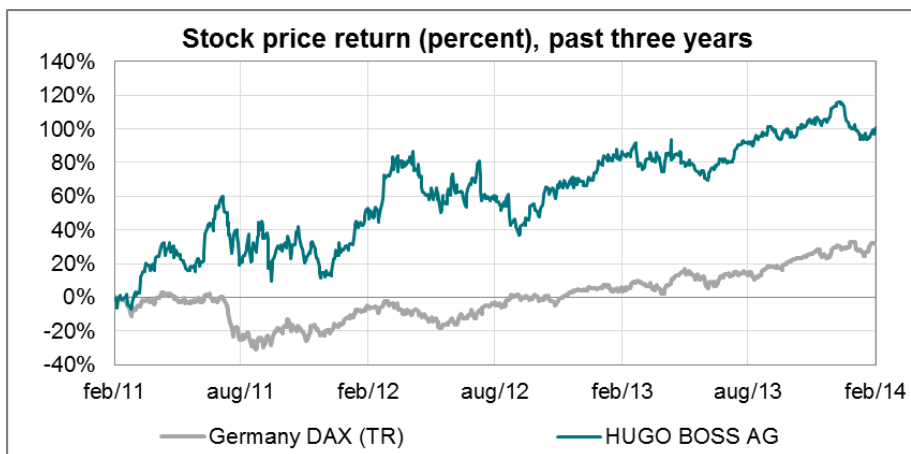
Målene er ambisiøse: 5-10% årlig salgsvekst fra: damemote, Asia-vekst og online-salg. I snitt 1% bedre margin hvert år de neste tre årene gjennom mer direktesalg, bedre distribusjon og effektiv drift.

Aksjekursen er opp 50% siden vi kjøpte aksjen for to år siden (opp 50%), og med troverdige planer for fremtiden, tror vi aksjekursen kan gjøre det samme over de neste tre årene.

### HUGO BOSS AG

Manufactures and markets clothing for men and women

Market Value (mill.)	6 616	Price: 96,31	Currency: EUR		
Enterprise Value (mill.)	6 803		Exchange rate to NOK: 8,38		
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
Sales (mill.)	1 729	2 059	2 346	2 440	2 651
EBIT (Operating Income) (mill.)	286	400	448	465	515
Net Income (mill.)	186	284	307	337	380
Price/Earnings	20,8	20,7	21,0	19,7	17,5
Price/Book Value	10,2	10,1	10,3	9,1	7,5
EV/EBIT	12,7	10,0	12,6	14,7	13,1
Return on Equity (%)	68,1	67,5	55,3	46,1	42,8
Dividend Yield (%)	3,3	3,3	0,0	3,6	4,1



## Leverer og leverer!

**Shire**, et legemiddelselskap som forsker på, og selger produkter for, sykdommer innen sentralnervesystemet, går bare bedre og bedre.

Resultatene har det siste året konsekvent kommet inn over forventningene og analytikerne har hengt etter og oppjustert sine anslag fortløpende.

Resultattallene denne uken var intet unntak; nok en gang leverte de bedre enn ventet.

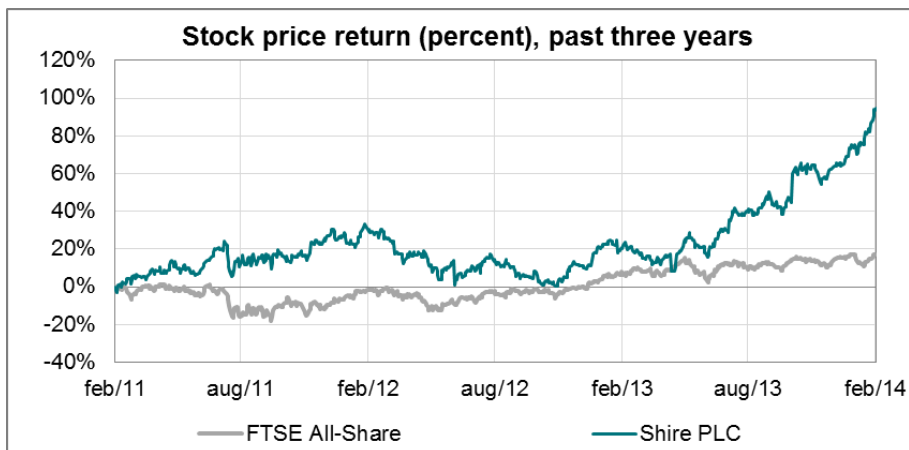
Shire er også store innen såkalte rare diseases / orphan drugs, dvs. sjeldne sykdommer hvor de ofte får ekstra beskyttelse fra legemiddelmyndighetene til å selge sine produkter uten konkurranse i en lang periode.

Aksjen har doblet seg siden vi kjøpte våre første aksjer i november 2012. Vi tror ikke det samme vil skje fremover, men har stor tro på at selskapet vil fortsette å levere. I tillegg mener vi det er rom for en reprising av aksjen.

### Shire PLC

Develops, manufactures and markets pharmaceuticals

Market Value (mill.)	19 716	Price: 33,54	Currency: GBP		
Enterprise Value (mill.)	19 344		Exchange rate to NOK: 10,18		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	2 660	2 954	3 157	3 462	3 593
EBIT (Operating Income) (mill.)	729	728	1 184	1 399	1 539
Net Income (mill.)	540	470	908	1 080	1 210
Price/Earnings	43,6	44,3	43,2	17,8	16,2
Price/Book Value	7,2	7,3	6,1	5,2	4,1
EV/EBIT	18,7	15,0	13,1	14,0	11,9
Return on Equity (%)	29,9	21,4	32,5	29,3	25,3
Dividend Yield (%)	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6



# Kjøper aksjer i SAP

Vi har i starten av februar kjøpt aksjer i den tyske softwareleverandøren **SAP**.

SAPs forretningsmodell er karakterisert av høye inngangsbarrierer. Etter at SAP har installert sine systemer hos kundene er det store kostnader, og høy kompleksitet, forbundet med å endre leverandør.

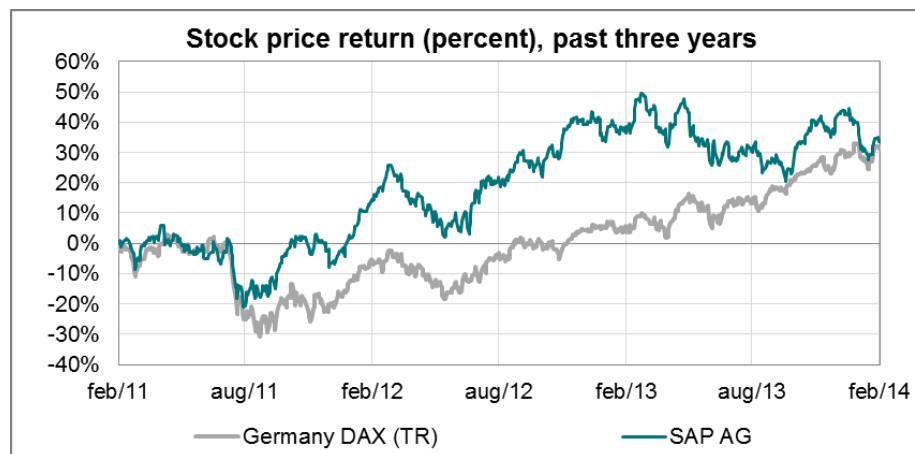
Dette fører til en forutsigbar kontantstrøm fra eksisterende kunder. SAP satser sterkt innen såkalte «skybaserte» løsninger hvor større deler av kundenes IT-ressurser blir tilgjengelig online.

Målet er å tilby enkle, sikre og skalerbare IT-ressurser til kundene. Usikkerheten rundt hvordan overgangen til skybaserte tjenester vil påvirke selskapets inntjening i det korte bildet, har lagt press på aksjekursen.

Dette har gitt oss muligheten til å bygge en posisjon i selskapet til det vi anser som en attraktiv pris. SAP gjentok forrige uke sine målsetninger om 35% driftsmargin og 7% årlig vekst på topplinjen frem til 2017. Vi tror disse målsetningene er realistiske.

## SAP AG Provides e-business software solutions

Market Value (mill.)	71 204	Price: 57,90	Currency: EUR		
Enterprise Value (mill.)	73 068		Exchange rate to NOK: 8,38		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	14 233	16 223	16 817	17 843	19 109
EBIT (Operating Income) (mill.)	4 139	4 048	4 546	5 895	6 420
Net Income (mill.)	3 438	2 823	3 331	4 169	4 620
Price/Earnings	22,4	22,4	20,8	16,5	15,1
Price/Book Value	4,7	4,7	4,4	3,7	3,3
EV/EBIT	11,4	18,5	16,7	11,9	10,6
Return on Equity (%)	30,6	21,0	22,0	22,6	21,6
Dividend Yield (%)	1,5	1,5	0,0	1,7	1,9



## ODIN Emerging Markets

# Dragon Oil på rett vei

Siden oppstarten av ODIN Emerging markets har vi eid aksjer i oljeprodusenten **Dragon Oil**. Selskapet er notert i London, og driver utvinning av olje i Det Kaspiske hav.

Dragon Oil har som målsetning å levere en oljeproduksjon på 100 000 fat pr. dag fra 2015, opp fra dagens 74 000 fat pr. dag. Dette skal skje gjennom organisk vekst.

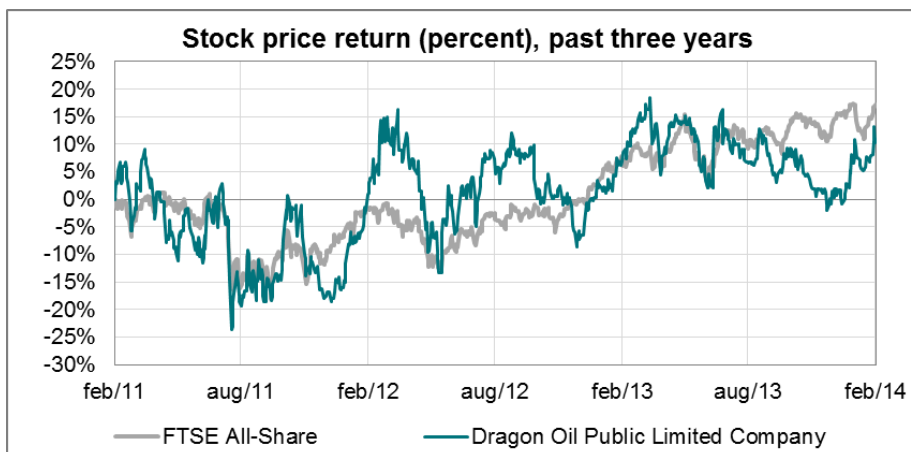
Dragon Oil leverte resultater denne uken som var i henhold til våre forventninger. Selskapet har en svært sterk kontantstrøm, ingen gjeld og en netto kontantbeholdning på 47% av dagens markedsverdi.

I tillegg til den sterke organiske veksten tror vi på videre vekst gjennom oppkjøp i de kommende årene. Utbyttet økes med 10% det siste året.

### Dragon Oil Public Limited Co

Engages in upstream oil and gas exploration, development and production activities

Market Value (mill.)	3 044	Price: 6,20	Currency: GBP		
Enterprise Value (mill.)	1 643		Exchange rate to NOK: 10,18		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	718	729	670	762	795
EBIT (Operating Income) (mill.)	534	499	440	480	490
Net Income (mill.)	404	379	328	364	383
Price/Earnings	9,0	9,3	9,2	8,1	7,8
Price/Book Value	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
EV/EBIT	2,2	3,0	2,9	3,5	3,0
Return on Equity (%)	26,9	22,1	17,7	17,2	16,1
Dividend Yield (%)	1,5	1,5	3,4	3,4	3,6



# Henkel og grei

Den tyske produsenten av pleieprodukter, vaske- midler og lim **Henkel**, viser en fantastisk evne til å øke bunnlinjen, selv med moderat topplinjevekst.

Denne uken leverte selskapet sitt resultat for 2013 som viste en organisk vekst på 3,5%, hvilket var litt skuffende. Det hindret dem likevel ikke å levere en margin som var mer enn ett prosentpoeng høyere enn i 2012. Resultatet per aksje økte med 10%.

Fremvoksende markeder er fortsatt meget viktig for Henkels vekst. Organisk vekst for Henkel i disse økonomiene var over 8% i 2013. Underliggende vekst motvirkes av fallende valutakurser- noe Henkel vil merke spesielt i andre halvår.

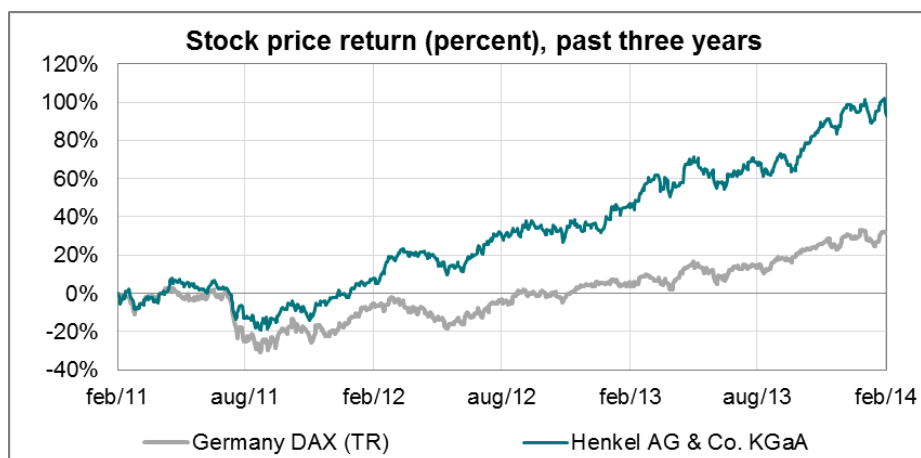
Henkel er litt forsiktig i prognoser 2014 pga. svake valutaer og svakere vekst i fremvoksende økonomier.

Vi håper at selskapet vil annonsere oppkjøp i år. Med EUR 1 mrd. i netto cash neste år, skorter det ikke på finansiering, men heller gode oppkjøpskandidater til en rimelig pris. Selv uten oppkjøp tror vi Henkel vil levere god vekst og økt lønnsomhet i 2014.

## Henkel AG & Co. KGaA

Manufactures home and personal care and adhesive products

Market Value (mill.)	32 212	Price: 73,55	Currency: EUR		
Enterprise Value (mill.)	31 766		Exchange rate to NOK: 8,38		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	15 605	16 510	16 355	16 917	17 735
EBIT (Operating Income) (mill.)	1 944	2 279	2 285	2 613	2 820
Net Income (mill.)	1 253	1 510	1 589	1 838	2 007
Price/Earnings	20,6	20,8	20,4	17,0	15,4
Price/Book Value	3,3	3,4	3,2	2,7	2,4
EV/EBIT	9,1	10,1	-	12,0	10,6
Return on Equity (%)	15,2	16,8	-	16,0	15,8
Dividend Yield (%)	1,2	1,2	1,6	1,7	1,8



# Rom for økte utbytte

**EOC Limited** (EOC-NO) solgte denne uken et skip som driver med rørlegging og tunge løft. Prisen var USD 200 mill. og EOC vi leie skipet tilbake på en 10-års bareboat-avtale.

Ifølge selskapet er prisen markedsbasert og vil gi en gevinst i regnskapet. Kursen reagerte positivt på meldingen og er opp 15% denne uken, Vi synes EOC er lavt priset og selskapet er nå i en fase hvor det vil generere stabil kontantstrøm fra alle enhetene. Da åpner det seg muligheter for store utbytter.

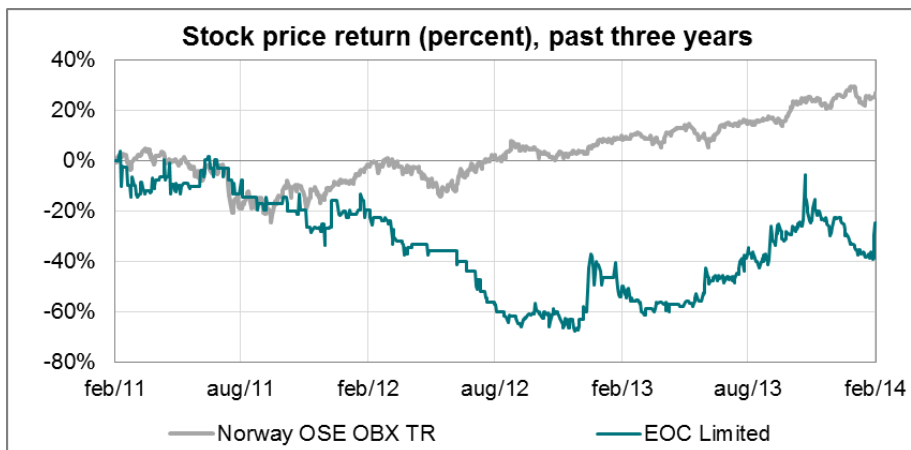
I riggmarkedet er det brasilianske oljeselskapet **Petrobras** på jakt etter en dypvannsrigg. Det mottok denne uken flere tilbud fra riggeiere. Oppstart er 2015 og varighet er tre år.

**Transocean** sies å ha det laveste tilbudet med riggen Dhirubhai Deepwater på USD 440 000/dag pluss mobilisering. **Sevan Drilling** skal ha tilbudt sitt nybygg til USD 490 000/dag. Dette som et signal på svak etterspørsel og lavere rater.

### EOC Limited

Operates as an investment holding company, owns and operates offshore construction, storage and offloading and floating production solutions

Market Value (mill.)	626	Price: 5,64	Currency: NOK				
Enterprise Value (mill.)	1 300		Exchange rate to NOK: 1,00				
			<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	1 013		775	248	-	-	-
EBIT (Operating Income) (mill.)	165		-16	71	-	-	-
Net Income (mill.)	100		-73	64	-	-	-
Price/Earnings	6,5		7,5	8,0	-	-	-
Price/Book Value	0,5		0,5	0,6	-	-	-
EV/EBIT	14,5		-	17,6	-	-	-
Return on Equity (%)	10,7		-8,1	6,4	-	-	-
Dividend Yield (%)	0,0		0,0	0,0	-	-	-



# NOCC er nok!

Vi besluttet torsdag å akseptere budet på **Norwegian Car Carriers ASA**. Dette til tross for at vi mener det økte budet på NOK 2,22 fremdeles ikke reflekterer verdiene i selskapet.

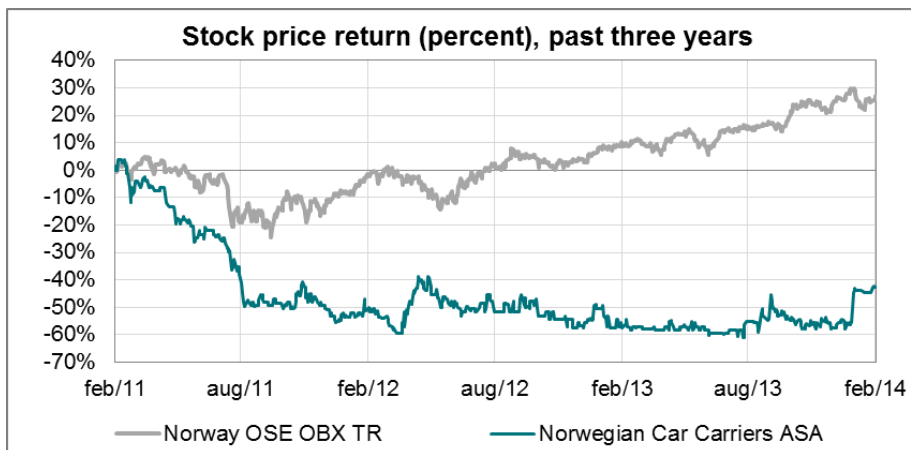
Car Carrier Investments AS senket akseptgraden fra 90% til 66,67% og økte deretter budet fra NOK 2,17 til NOK 2,22.

Dette fikk flere av de store aksjonærene til å akseptere budet og førte til at Car Carrier Investments AS fikk aksept fra over 77% av aksjene i Norwegian Car Carriers ASA.

Vi var ikke komfortabel med å være minoritetsaksjonær i et selskap hvor Klaveness/JP Morgan ville kontrollere mer enn to tredjedeler av selskapet og valgte derfor å akseptere budet.

## Norwegian Car Carriers ASA Provides shipping services

Market Value (mill.)	533	Price: 2,20	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	2 166		Exchange rate to NOK: 1,00		
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
Sales (mill.)	282	338	388	466	489
EBIT (Operating Income) (mill.)	-67	-20	43	103	135
Net Income (mill.)	-31	-80	-78	8	33
Price/Earnings	122,2	122,8	122,2	33,2	10,7
Price/Book Value	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBIT	-	-	38,6	19,3	13,4
Return on Equity (%)	-11,0	-18,6	-15,3	2,5	7,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	1,1	3,4





# Vi øker i Navios...

**Navios Maritime Acquisition** hentet inn USD 50 mill. i en egenkapitalemisjon denne uken. Vi deltok i emisjonen og økte vår posisjon ytterligere. Selskapet eier i dag ti VLCC, 29 produkttankere og fire kjemikalietankere.

I tillegg har selskapet syv produkttankere i bestilling.

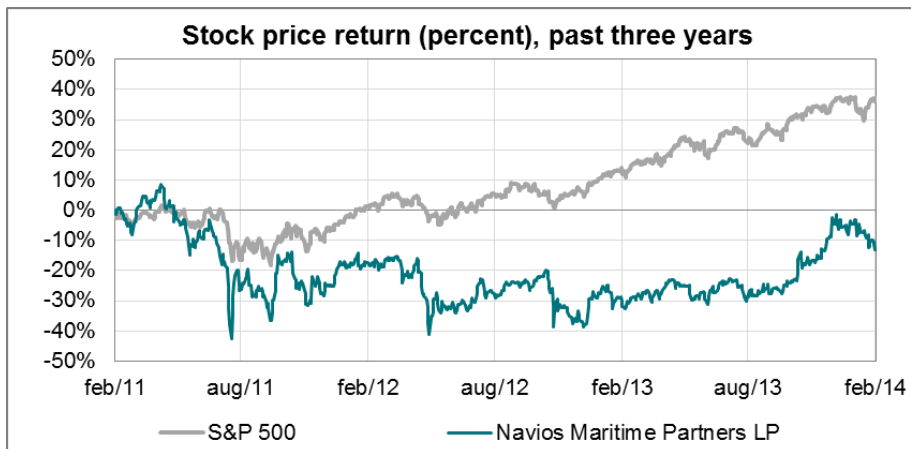
Selskapet har vist evne til å gjøre gode kjøp av moderne tonnasje og har gode relasjoner til banker som ønsker å kvitte seg med "distressed assets".

Selskapet er priset litt over verdijustert egenkapital, men lavere enn sammenlignbare selskaper.

## Navios Maritime Partners LP

Engages in the seaborne transportation services of a wide range of drybulk commodities

Market Value (mill.)	1 313	Price: 17,16	Currency: USD		
Enterprise Value (mill.)	1 516		Exchange rate to NOK: 6,11		
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	187	205	198	247	255
EBIT (Operating Income) (mill.)	78	84	63	73	103
Net Income (mill.)	64	94	59	55	67
Price/Earnings	11,3	11,2	20,4	23,6	19,2
Price/Book Value	1,7	1,7	1,7	1,6	2,3
EV/EBIT	13,7	11,4	29,4	22,5	15,8
Return on Equity (%)	12,2	15,9	8,9	6,6	11,8
Dividend Yield (%)	9,8	9,9	7,5	10,4	10,5



# ODINs Kombinasjonsfond ...og i forsikring

Vi har økt vår posisjon i **ODIN Europa** og i et fond som investerer i forsikringsselskaper i Europa.

Vi ser fortsatt Europa som interessant investering. Særlig selskaper i de perifere land i Europa har god oppside. Normaliseringen har kommet langt når det gjelder for eksempel statsgjeld til land som Spania og Italia. Men når det kommer til aksjemarkedene i disse landene, ser det ut som de fortsatt ligger etter resten av Europa.

Vi har vist interesse for forsikringssektoren en stund nå. Vi ser gode resultater fra selskapene og dessuten blir fler og fler av dem "ferdig" med tilpasningene til nye regulatoriske krav.

Det betyr at de nå mer og mer kan fokusere på sine aksjonærer, hvilket bør bety aksjonærvennlige tiltak fremover.



# Spansk lysning

Vi har fortsatt å selge oss ut av obligasjoner som har gått bra og nå gir lav avkastning. Den siste uken har vi solgt den franske flyplassoperatøren **ADP** og mediselskapet **Reed Elsevier**.

Begge disse er solide selskaper, men vi synes som sagt avkastningen blir for lav. Da kan vi heller plassere pengene i mer interessante muligheter.

Vi har deltatt i en rekke nyutstedelser. Storebrand-eide **SPP Liv** kom i markedet med et subordinert lån. Det var stor etterspørsel i både Norge og Sverige.

**Swedbank** og nederlandske **ING Bank** la også ut ansvarlige lån som vi tegnet oss i. Dessuten kom det ut et 5-årig lån i **Borregaard**. Også her var det stor etterspørsel.

**Spanske Gas Natural** rapporterte meget gode tall og vår obligasjon i selskapet steg noe i pris. Det styrker oss i troen på at det er mange gode og veldrevne selskaper i Spania.



# Benytt våre kundetjenester



**Sjekk din  
beholdning,  
avkastning og  
mer**

[Logg på dine fondssider  
hos ODIN Online](#)



**Sett pengene  
dine  
i arbeid**

[Tegn andeler i våre fond  
via nettet med BankID](#)



**Hold deg  
oppdatert**

[Oppgi din adresse  
for å motta vårt nyhetsbrev](#)



**Snakk  
med oss**

+47 24 00 48 04  
[kundeservice@odinfond.no](mailto:kundeservice@odinfond.no)

# Vi minner om...

Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning, som blant annet vil avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

Uttalelser i denne rapporten reflekterer ODINs markedssyn på det tidspunktet den ble utarbeidet. Vi har gjengitt kilder som vurderes som pålitelige, men vi kan imidlertid ikke garantere at informasjonen fra kildene hverken er presis eller komplett.

Ansatte i ODIN Forvaltning AS kan handle for egen regning i flere typer finansielle instrumenter. Dette innebærer at ansatte i ODIN Forvaltning AS kan eie verdipapirer i selskaper som er omtalt i denne rapporten, samt andeler i ODINs verdipapirfond. Ansattes egenhandel skal skje i henhold til ODIN Forvaltning AS' interne retningslinjer for ansattes egenhandel, som er utarbeidet i henhold til verdipapirhandelloven og Verdipapirfondenes forenings bransjestandard.

Du finner mer informasjon på [www.odinfond.no](http://www.odinfond.no)

