

Synergi i energi

Oppgang i blåttann

Flere beilere på banen?

Blar opp for verditransport

Resultatvekst versus  
multippelekspansjon

Tyrkia tilbake?

Gassratene i været



## Aksjemarkedene

# Uken som gikk

Gevinstsikring i teknologiaksjer presset aksjemarkedene i slutten av uken, som ellers var preget av signaler fra ulike sentralbankmøter.

Bank of Japan holdt pengepolitikken uendret, hvilket vil si at renten fortsatt holdes nær null, mens månedlige verdipapirkjøp videreføres i samme høye takt. Markedet hadde håpet på enda mer stimuli.

Også svenske Riksbanken holdt renten uendret, men senket rentebanen i tråd med markedets forventninger. Det kom overraskende svake inflasjonstall i Sverige på torsdag, hvilket øker sannsynligheten for rentekutt ved neste møte. Svenske kroner svekket seg mot euro etter dette.

I Norge kom inflasjonstallene inn mer på linje med forventningene. Årlig kjerneinflasjon steg til 2,6 prosent i mars. Flere norske banker satte nylig ned sine utlånsrenter med ca 0,2 prosentpoeng. Dette vil Norges Bank se på når den vurderer rentepolitikken. Sammen med et sterkere boligmarked øker dette sannsynligheten for renteøkning fra Norges Bank.

Aksjemarkedsutvikling seneste uke (i NOK, per fredag formiddag)

Norden	-2,0 %	Norge	-2,0 %
		Sverige	-1,9 %
		Finland	-2,8 %
Europa	-1,6 %	Tyskland	-3,3 %
		Frankrike	-2,3 %
		Storbritannia	-1,0 %
Verden	-2,5 %	USA	-3,0 %
		Japan	-6,7 %
		Em. Markets	0,6 %

Aksjemarkedsutvikling seneste år (i NOK, per fredag formiddag)

Norden	22,2 %	Norge	16,3 %
		Sverige	16,1 %
		Finland	30,8 %
Europa	23,2 %	Tyskland	30,8 %
		Frankrike	27,3 %
		Storbritannia	17,2 %
Verden	17,6 %	USA	19,5 %
		Japan	4,9 %
		Em. Markets	3,1 %

ODIN Norge

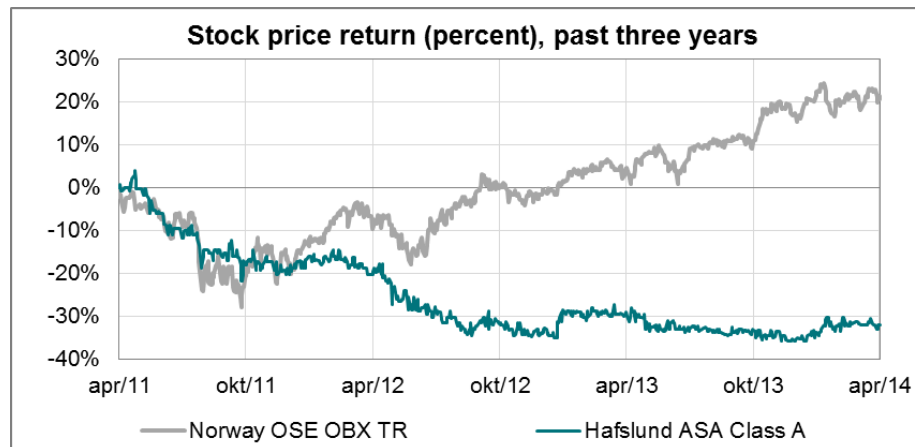
# Synergi i energi

Kraftleverandøren **Hafslund** annonserte kjøp av nett- og distribusjonsvirksomheten som Fortum har hatt i Østfold, inneholdende blant annet 103.000 kunder og samlet kraftleveranse på 2,6 TWh årlig.

Virksomheten har hatt omsetning i overkant av EUR 100 mill. per år og driftsresultat i underkant av EUR 40 mill. Prisen var EUR 340 mill. - hvilket indikerer EV/EBITDA multiplikator på ni.

Inntekter fra nettvirksomhet er regulert oppad av en offentlig bestemt beregningsrente for kapitalavkastning, men ettersom Østfold ligger nært opp til Hafslunds kjerneområde i Oslo, burde synergi-gevinstene på kostnadssiden være betydelige.

Hafslund ASA Class A		Provides electricity			
Market Value (mill.)	9 302	Price: 47,70	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	19 740	Exchange rate to NOK: 1,00			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	13 704	11 466	12 818	-	-
EBIT (Operating Income) (mill.)	1 392	1 199	1 514	-	-
Net Income (mill.)	-695	-50	747	-	-
Price/Earnings	12,3	12,5	12,5	-	-
Price/Book Value	1,2	1,2	1,2	-	-
EV/EBIT	15,2	16,8	12,8	-	-
Return on Equity (%)	-7,5	-0,6	9,9	-	-
Dividend Yield (%)	5,3	5,2	5,2	-	-



ODIN Norge

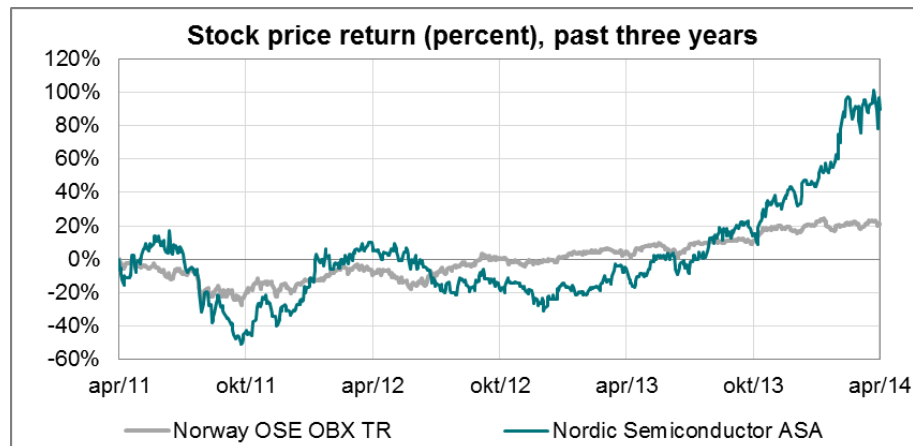
# Oppgang i blåtann

Brikkeprodusenten **Nordic Semiconductor** fikk god kursoppgang etter fremleggelsen av resultatet for første kvartal.

Både salg og ordreinntak vokste kraftig og marginen for driftsresultatet før avskrivninger (EBITDA) kom opp i 7,6 prosent av inntektene, som er litt over nivået på 6,1 prosent i samme kvartal i fjor.

Salget av Bluetooth Smart-brikker har nå kommet opp i 30 prosent av total omsetning, hvilket nok er hovedårsak til kursoppgangen.

<b>Nordic Semiconductor ASA</b>		Manufactures semiconductor components for wireless communication, mixed signal, complex digital and analog integrated circuit design			
Market Value (mill.)	5 830	Price: 36,20	Currency: NOK		
Enterprise Value (mill.)	5 672	Exchange rate to NOK: 1,00			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	780	767	731	992	1 377
EBIT (Operating Income) (mill.)	146	139	80	159	292
Net Income (mill.)	106	102	56	118	216
Price/Earnings	96,7	98,6	106,6	48,9	27,2
Price/Book Value	12,5	12,8	13,8	10,2	7,7
EV/EBIT	15,6	15,4	54,0	35,8	19,2
Return on Equity (%)	32,1	29,1	13,7	20,9	28,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8



# Flere beilere på banen?

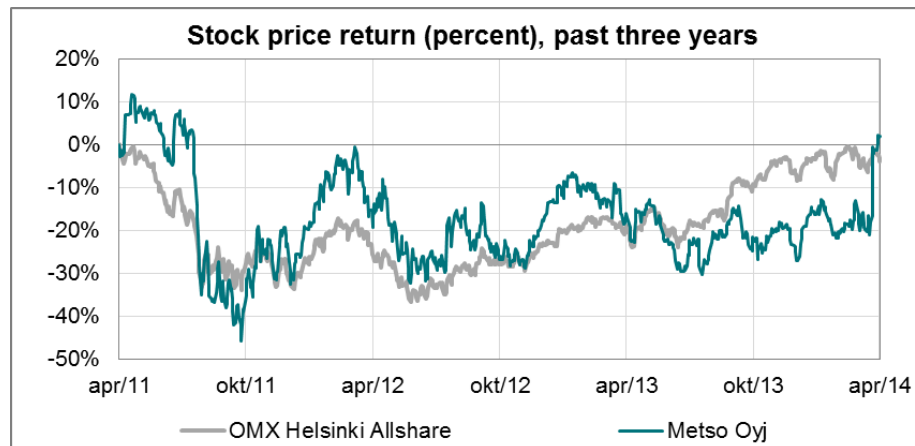
Forrige uke ble det kjent at ventil- og turbinprodusenten **Weir** ønsket en fusjon, via et aksjebytte, med finske **Metso**. Kursen på Metso steg naturlig nok mye, og den tikket videre opp denne uken.

Vi ser at oppkjøp er et tegn i tiden. Underliggende vekst i økonomien er lav, selskapene har mye penger, og oppkjøp er en måte å skape rask vekst i salg og inntjening på.

Som vi skrev forrige uke vil spekulasjonene rundt budsituasjonen fortsette, da selskapet nå er «i spill».

Det er derfor ikke unaturlig at det nå går rykter om at de amerikanske selskapene **GE Capital** og **Caterpillar** begge vurderer å legge konkurrerende bud på Metso. Caterpillar er verdens ledende produsent av utstyr mot gruve- og anleggsindustrien, og vil ha åpenbare synergier ved å få Metsos produkter, kunder og distribusjon inn i egne rekker. Avisen The Mail refererer til mulighetene for et kontantbud på EUR 35 per aksje, noe som klart ligger over Weir's indikerte pris på EUR 30 per aksje.

<b>Metso Oyj</b>		Manufactures and sells machinery for paper, minerals and ventures industries			
Market Value (mill.)	4 346	Price: 29,00	Currency: EUR		
Enterprise Value (mill.)	4 936	Exchange rate to NOK: 8,22			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	6 646	7 504	3 858	3 564	3 612
EBIT (Operating Income) (mill.)	571	628	439	412	440
Net Income (mill.)	356	373	238	250	280
Price/Earnings	13,7	14,0	13,9	17,3	16,4
Price/Book Value	3,7	3,7	3,7	3,4	3,2
EV/EBIT	8,0	8,6	11,9	11,6	10,7
Return on Equity (%)	17,1	17,3	14,1	19,7	19,4
Dividend Yield (%)	3,5	3,4	3,5	3,8	4,0



ODIN Sverige

# Blar opp for verditransport

Kontanthåndteringsselskapet **Loomis** er i ferd med å vokse innenfor beslektede bransjer.

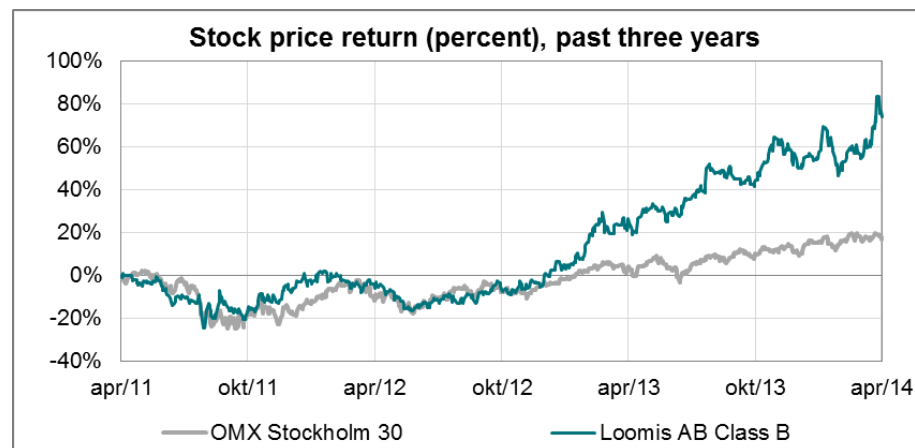
Siste uke annonserte selskapet at de har gjort et oppkjøp i Sveits av verditransportselskapet VIA MAT.

Selskapet omsetter for nesten CHF 300 millioner og er et bra supplement til Loomis sin virksomhet.

VIA MAT har en margin på rundt 6 prosent, som er betydelig under Loomis sin 10 prosent margin og prisen på CHF 290 millioner synes vi ser attraktiv ut.

Segmentet kan representere en ytterligere organisk vekstmulighet for Loomis. ODIN Sverige eier 3,5 prosent i Loomis.

<b>Loomis AB Class B</b>		Provides cash handling services including transportation, management and technical			
Market Value (mill.)	12 814	Price: 170,50	Currency: SEK		
Enterprise Value (mill.)	15 126	Exchange rate to NOK: 0,91			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Sales (mill.)	10 973	11 360	11 364	12 199	12 743
EBIT (Operating Income) (mill.)	900	991	1 071	1 182	1 265
Net Income (mill.)	513	650	736	794	854
Price/Earnings	17,6	17,5	17,6	15,8	14,7
Price/Book Value	3,1	3,1	3,1	2,8	2,6
EV/EBIT	10,8	10,2	12,7	12,6	11,4
Return on Equity (%)	15,7	18,6	19,0	17,8	17,3
Dividend Yield (%)	2,9	2,9	2,9	3,2	3,6



# ODIN Sverige

## Veien å gå

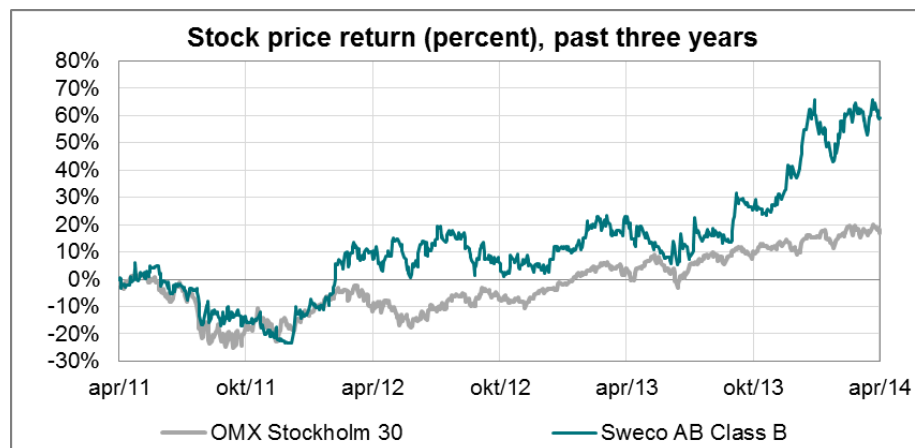
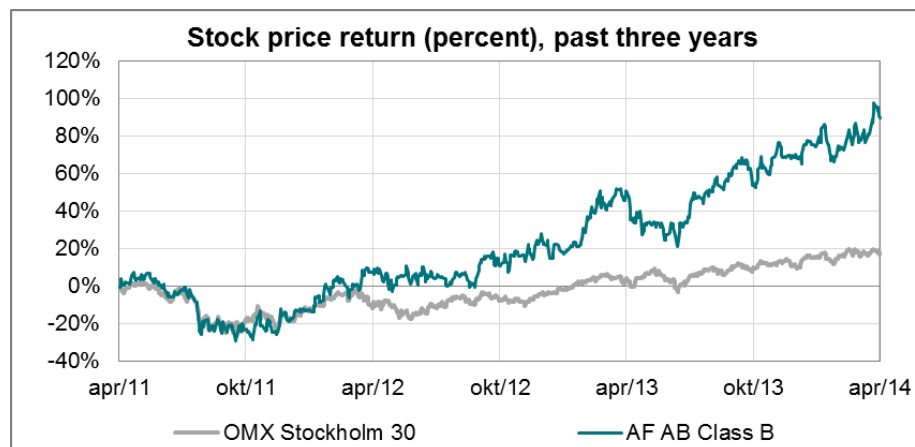
Den svenske regjeringen presenterte denne uken ute nasjonal transportplan for perioden 2014-2025.

Det settes av SEK 522 milliarder til bygging av vei og infrastruktur samt drift, ifølge meldingen. Det er historisk høye nivåer.

Det identifiseres 150 ulike infrastrukturprosjekter i årene fremover.

Opposisjonspartiet var ute å sa at dette er for lave nivåer, noe som er positivt dersom opposisjonen drar i land seieren i høstens valg.

ODIN Sverige eier i både **AF** og **Sweco** som vil nyte godt av behovet for mer vei og infrastruktur i Sverige på lengre sikt.





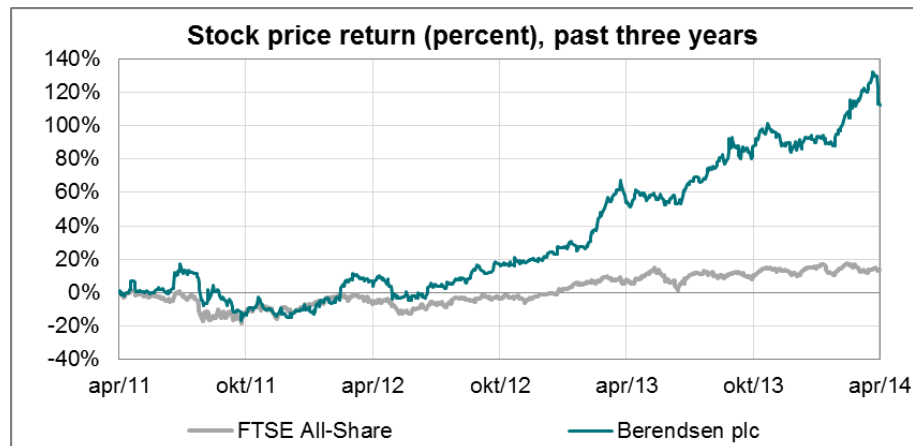
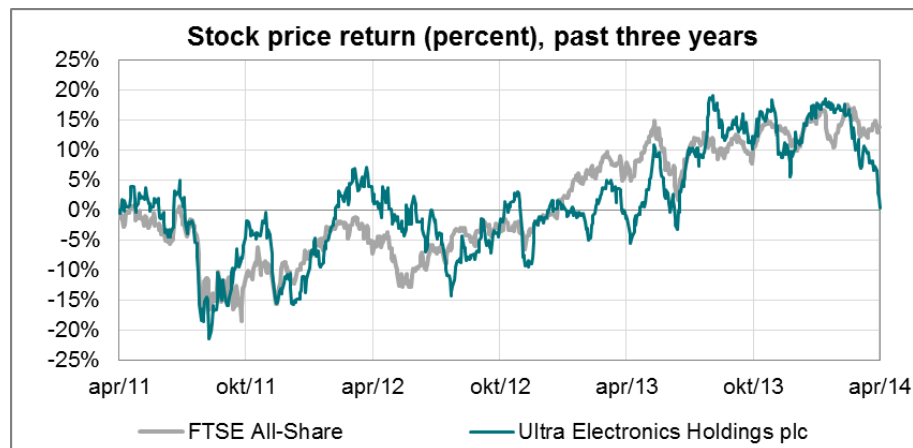
# Tid for utbytte

Den siste uken har vi mottatt utbytte i flere av våre britiske investeringer. Dette omfatter industri-selskapene **Ultra Electronics**, **IMI** og **GKN**, samt emballasjeprodusenten **Smurfit Kappa** og serviceselskapet **Berendsen**.

Utbyttet blir i hovedsak brukt til å kjøpe flere aksjer i selskapet eller i andre selskap i porteføljen.

Vi liker selskap som betaler en del av overskuddet i utbytte og samtidig evner å øke det år etter år. Utbytte kan også virke disiplinerende for ledelsen i selskapet. Hvis selskapenes overskudd kan finansiere lønnsom vekst, er dette det beste, men når selskapets investeringsmuligheter ikke er gode nok, er utbytte å foretrekke.

ODIN Europa har i dag en direkteavkastning (utbytte i prosent markedsverdi) på nærmere tre prosent. Dette er noe lavere enn markedet som helhet. Dette skyldes at vi ikke har funnet attraktive selskaper innen høyutbytte-industrier som telekommunikasjon og forsyningstjenester («utilities»).





## ODIN Emerging Markets

# Tyrkia tilbake?

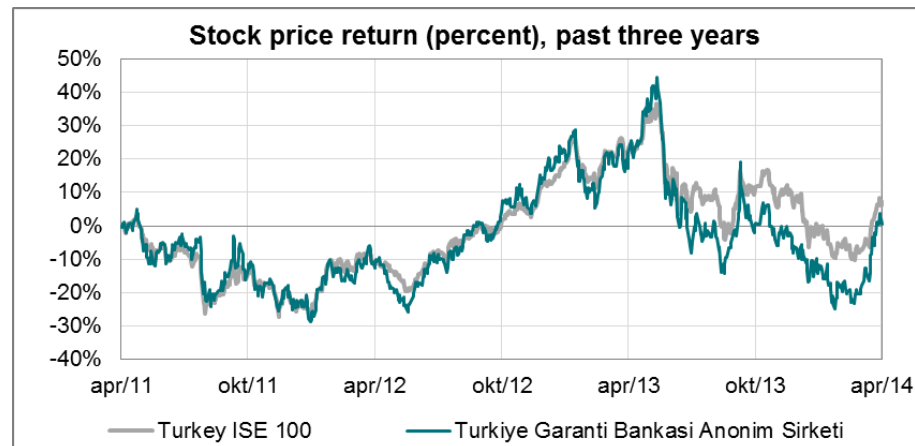
AK-partiet og presidentkandidat Erdogan, som i dag er statsminister, kom seirende ut av valgkampen på lokalt nivå. Mer politisk forutsigbarhet har skapt ro i Tyrkia. Utenlandske investorer har funnet veien tilbake til markedet og god aksjekursutvikling for ulike selskaper har vært resultatet siste uken i Tyrkia.

Vår investering i **Tyrkiske Garantibank** har hatt samme resultat. Vi har vært på en konferanse i Tyrkia denne uken for å ta temperaturen på selskapene og stemningen lokalt i etterkant av valget.

Selv om det ikke er gitt hvor vi går på kort sikt, har vi tro på de langsiktige driverne i Tyrkia, med sin unge befolkning, konsumvekst og eksportrettede industri. At rentene har krøpet oppover som følge av høy inflasjon, ser vi som midlertidig.

Erdogans kommentarer denne uken rundt potensielt lavere renter er positivt for konsumentene samt bankene. Selv om 2014 kan bli et utfordrende år, ser det lysere ut for 2015.

Turkiye Garanti Bankasi Anon <small>Provides corporate, commercial and retail banking services</small>					
Market Value (mill.)	32 844		Price: 7,82		Currency: TRY
Enterprise Value (mill.)	75 266				Exchange rate to NOK: 2,82
		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>
Sales (mill.)	14 953	17 561	18 161	9 876	12 028
EBIT (Operating Income) (mill.)	-	-	-	4 921	6 392
Net Income (mill.)	3 378	3 365	3 571	2 797	3 599
Price/Earnings	9,5	9,2	9,3	11,9	9,0
Price/Book Value	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
EV/EBIT	-	-	-	-	-
Return on Equity (%)	19,4	16,9	15,8	11,1	13,3
Dividend Yield (%)	1,3	1,3	1,3	1,8	2,3



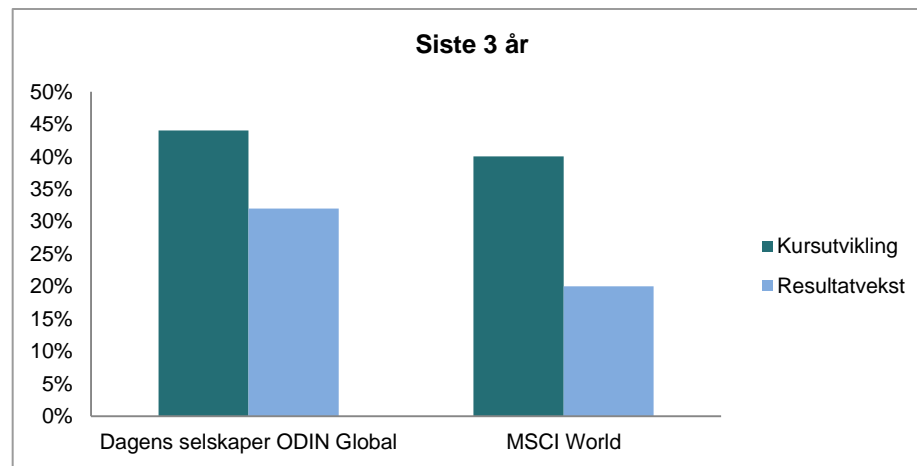
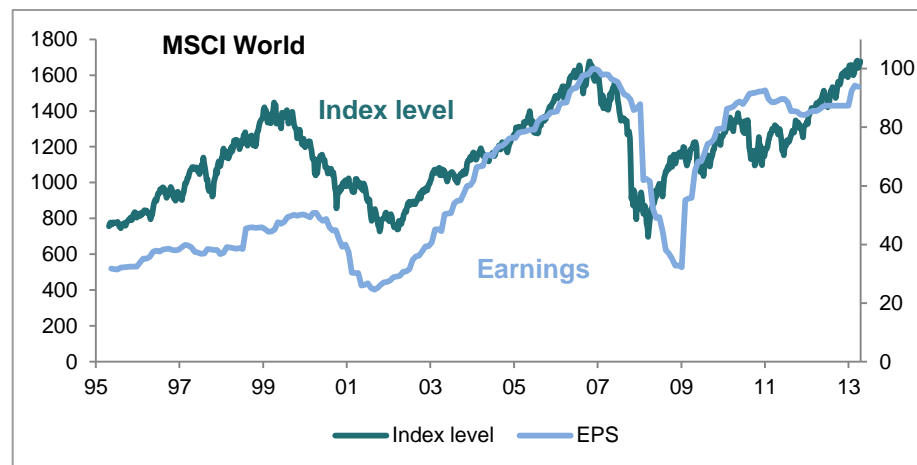
# Resultatvekst versus multipelekspansjon

Selskapene som utgjør ODIN Global har i dag en markedsverdi som er 44 prosent høyere enn for tre år siden. I samme periode har de samme selskapenes samlede resultater økt med 32 prosent. Resten av kursøkningen kommer da fra multipelekspansjon, dvs. at markedet priser selskapenes resultat per aksje høyere i dag enn for tre år siden.

Ser vi på markedet som helhet (MSCI World), har markedsverdien steget i underkant av 40 prosent (målt i NOK). Av denne kursøkningen består kun halvparten av resultatvekst, mens den andre halvparten er multipelekspansjon.

Reprisingen reflekterer altså økte forventninger om selskapenes fremtidige inntjening. Men kursstigning kan ikke drives evig av re-prising uten at resultatene følger med. Over tid må kursene følge resultatene.

God resultatvekst kombinert med direkteavkastning i form av utbytte i selskapene i ODIN Global, legger derfor et godt grunnlag for fremtidig avkastning om markedets prising holder seg.



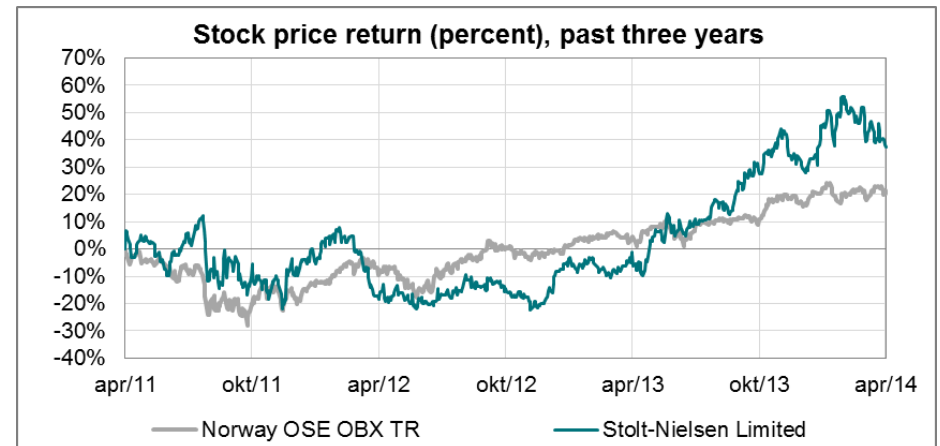
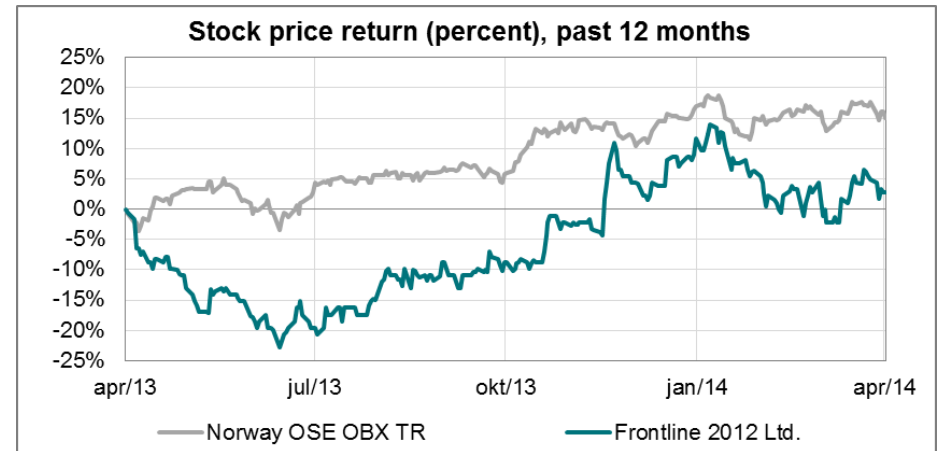
# Gassratene i været

Vi har hatt volatil kurs- og rateutvikling i tørrlast. Markedet har bekymringer rundt veksten i Kina samt usikkerheten i Ukraina.

Markedsbalansen i shipping påvirkes imidlertid positivt av avtagende leveringstakt av nye skip, samt at Kina vil starte ny stimulansepakke for å øke økonomisk vekst gjennom bygging av jernbane og annen infrastruktur.

Ratene for LPG gasskip fortsetter å styrke seg og er nå i «all time high». **Avance Gas** har gjennomført sin børsintroduksjon hvor eksisterende eiere, **Frontline 2012**, **Stolt Nielsen** og **Sungas**, selger seg ned og selskapet henter USD 100 mill. i ny egenkapital. Selskapet vil børsnoteres i Oslo den 15. april.

Flommen av nye prosjekter fortsetter, men generelt virker investorene mer avventende. Antallet prosjekter kombinert med usikkerhet om de økonomiske utsiktene skaper utfordringer og mer selektive investorer.



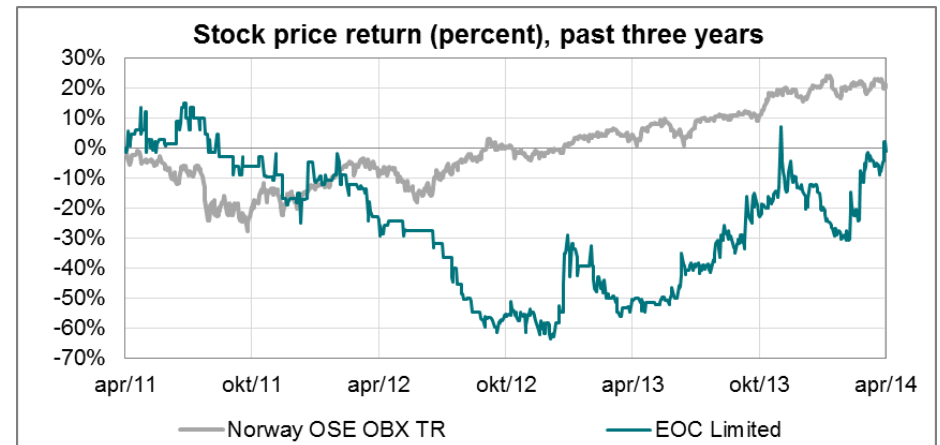
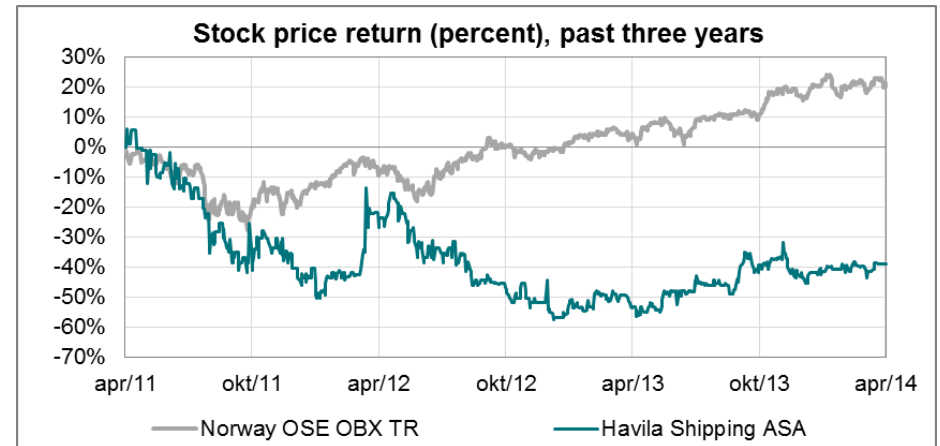
# Like bra, bare billigere

**Havila Shipping** vil på kommende generalforsamling få fullmakt til å kjøpe tilbake egne aksjer. Vi ser det som veldig positivt da aksjen handler på betydelig rabatt til verdijustert egenkapital. Børskursen på NOK 34 er langt under verdijustert egenkapital på NOK 95.

**EOC** overrasker med god kvartalsrapport. Det skyldtes god drift og resultatbidrag fra operasjon av lektere og flytende produksjonsskip. I tillegg hadde selskapet solid gevinst fra salg og tilbakeleie av en av selskapets lektere på lang kontrakt.

EOC handles, selv etter hyggelig kursutvikling, fortsatt til stor rabatt i forhold til bokførte verdier (NOK 6,75 vs. NOK 12,75). Det skjer på tross av at flere salg har vært gjort til priser betydelig over bokførte verdier.

Det er fortsatt positiv kursutvikling for seismikk-selskapene, mens riggselskapene er under press.



# 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 kjøp og 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)

