

ODIN Emerging Markets

Små ord om våre beste ideer i fremvoksende markeder



ODIN skaper verdier for fremtiden



Innhold

3	<i>Forord</i>
4	<i>ABInBev</i>
5	<i>Alicorp</i>
6	<i>Ambev</i>
7	<i>Bid Corporation</i>
8	<i>Bidvest</i>
9	<i>Carlsberg Malaysia</i>
10	<i>Chevron Lubricants Lanka</i>
11	<i>Compania Cervecerias Unidas</i>
12	<i>Corp. Moctezuma</i>
13	<i>Hartalega</i>
14	<i>HDFC Bank</i>
15	<i>Henkel</i>
16	<i>Infosys</i>
17	<i>Lion Brewery</i>
18	<i>Mauritius Commercial Bank</i>
19	<i>Oracle Financial Software Services</i>
20	<i>Premier Marketing</i>
21	<i>Public Bank</i>
22	<i>Samsonite</i>
23	<i>TOTVS</i>
24	<i>Unilever</i>
25	<i>Universal Robina</i>
26	<i>Vinamilk</i>
27	<i>3M</i>

Selskapet er et heleid datterselskap av SpareBank 1 Gruppen AS

Organisasjonsnummer:

SpareBank 1 Gruppen AS

ODIN Forvaltning AS

975 966 372

957 486 657

UTGITT MARS 2017

Forord

Når du kjøper et aksjefond, så kjøper du en samling enkeltinvesteringer. Før du investerer i et aksjefond bør du forstå filosofien som ligger til grunn, og studere innholdet i fondet.

I denne brosjyren har vi kort beskrevet hva vi har investert i og hvorfor vi tror på disse investeringene. Det er avkastningen fra våre investeringer som gir deg fondsavkastningen. Derfor må du vite hva vi har investert i.

I ODIN Emerging Markets har vi satt sammen et aksjefond med flere ulike investeringer, men som har én fellesnevner. Selskapene vi har investert i har evne til å vokse lønnsomt i årene fremover. Lønnsom vekst er kritisk viktig for å oppgå god avkastning på aksjeinvesteringer.

Når du forstår hva vi har investert i og hvorfor vi har investert i nettopp disse selskapene, tror vi du vil oppleve risikoen ved våre aksjeinvesteringer som langt mindre enn om du ikke har studert selskapene.

God lesning!



ABInBev

Vi eier ABInBev på grunn av kulturen og ledelsen i selskapet og en dominerende global markedsposisjon som kommer til å vare i mange tiår fremover.

Bedriftskulturen preges av et sterkt kostnadsfokus og en eiermentalitet blant ansatte som gjør at selskapet er det mest lønnsomme ølselskapet i verden. De mest sentrale ansatte i ABInBev er sterkt incentivert til å levere på vekst- og lønnsomhetsmål. Kun 40% av aksjene i ABInBev er i fri flyt, resterende er fordelt på de opprinnelige gründerne og større familier som gjennom historien har solgt sine bryggerier til ABInBev. Dette er med på å legge grunnlag for langsiktige disposisjoner hos ledelsen. Dagens CEO Carlos Brito har vært med på å bygge ABInBev helt fra starten på 90-tallet.

ABInBev har 30% global markedsandel innen øl. Selskapet står bak kjente merkevarer som Corona, Budweiser og Stella Artois. Selskapet har en sterk tilstedeværelse i fremvoksende markeder hvor 60% av driftsresultatet kommer fra.



De viktigste markedene er Brasil og Mexico hvor ABInBev har henholdsvis 70% og 50% markedsandel.

Etter en rekke oppkjøp av konkurrenter over mange år, og seneste oppkjøp av SABMiller i 2016, tror vi selskapet i årene fremover vil overraske med sterk organisk vekst.

Anheuser-Busch InBev SA/NV Sponsored ADR				Consumer Staples /Beverages			
Market Value (mill.)	184 917	Price	108,76	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	45 110			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	230 027			FX rate (NOK)	8,34		
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	39 127	40 048	43 224	46 347	43 369	45 198	56 502
EBIT (Operating Income - mill.)	11 956	12 154	13 092	13 860	12 664	13 637	17 933
Net Income (reported - mill.)	5 867	7 296	14 404	9 076	8 228	2 561	9 434
Equity	37 492	41 154	50 365	48 466	42 137	76 654	79 260
Return on Equity (%)	15,6 %	17,7 %	28,6 %	18,7 %	19,5 %	3,3 %	11,9 %
EPS	3,7	4,5	8,9	5,6	5,0	3,4	4,8
Book value per share	23,5	25,7	31,4	30,2	26,2	39,6	39,6
DPS	1,3	1,8	2,3	2,9	3,2	3,8	3,9
Price/Earnings	16,6	19,5	12,0	20,2	24,9	31,8	22,7
Price/Book Value	2,6	3,4	3,4	3,7	4,8	2,7	2,7
EV/EBIT	11,4	14,6	16,8	16,8	19,8	16,9	12,8
Dividend Yield (%)	2,1 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,6 %	3,5 %	3,6 %



Alicorp

Alicorp er det ledende konsumvareselskapet i Peru og produktene spenner fra kjeks, kaker og sauser, til oppvaskmiddel, såper og dyrefôr. Til sammen har Alicorp en sterk produktportefølje med 160 merkevarer med svært sterkt fotfeste i Peru. Alicorp har også sterke posisjoner i markeder som Argentina, Brasil og Ecuador.

Alicorp har 58 års historikk og er delt inn i 3 divisjoner. «Consumer Goods» utgjør 56% av omsetningen og er salg av dagligvarer direkte til konsumenten. 23% av omsetningen stammer fra salg av større volum av margarin, mel og sauser til store bedriftskunder. 21% av salget er produksjon og salg av dyrefôr til blant annet fiskeindustrien. Om trent 40% av omsetningen er utenfor Peru.

Grupo Romero, ett av Perus største konglomerater, kontrollerer 46% av selskapet, og sikrer langsiktige disposisjoner hos Alicorp.



I 2014 opplevde selskapet at en av selskapets råvaretrudere gikk utover sine fullmakter og påførte selskapet et stort valutatap. Aksjen falt kraftig og det gav en kjøpsmulighet for oss.

Alicorp SA				Consumer Staples /Food Products			
Market Value (mill.)	6 695	Price	7,85		Price currency	PEN	
Net debt (mill.)	1 605				Reporting currency	PEN	
Enterprise Value (mill.)	8 300				FX rate (NOK)	2,56	
Year end (December)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	4 474	5 822	6 283	6 580	6 629	7 003	7 415
EBIT (Operating Income - mill.)	455	565	578	587	641	688	752
Net Income (reported - mill.)	293	305	11	154	302	384	441
Equity	2 102	2 168	2 087	2 200	2 556	2 727	3 061
Return on Equity (%)	14,0 %	14,1 %	0,5 %	7,0 %	11,8 %	14,1 %	14,4 %
EPS	0,4	0,4	0,0	0,2	0,4	0,4	0,5
Book value per share	2,5	2,5	2,4	2,6	3,0	3,3	3,6
DPS	0,12	0,12	0,09	0,05	0,08	0,11	0,16
Price/Earnings	20,1	24,5	592,5	32,2	20,6	17,6	15,1
Price/Book Value	3,4	3,6	2,9	2,3	2,4	2,4	2,2
EV/EBIT	17,3	17,1	14,9	11,8	11,9	12,1	11,0
Dividend Yield (%)	1,4 %	1,3 %	1,2 %	0,9 %	1,1 %	1,4 %	2,0 %



ambev

AmBev

AmBev er det største ølbryggeriet i Brasil med 70% markedsandel. ABInBev eier 70% av selskapet. Ambev er også markedsleder i Argentina, Uruguay, Bolivia, Paraguay og er verdens 4. største ølbryggeri målt ved volum. Ambev er også blant de mest lønnsomme bryggeriene i verden.

Selskapet er kjent for merkevarene Brahma, Stella, Antartica, Corona, Presidente og Budweiser.

Ambev har gode vekstutsikter som følge av økt middelklasse og relativt lavt ølkonsum i de 19 markedene hvor AmBev opererer. "Premiumization", at konsumenter er villig til å betale mer for høykvalitetsøl, er også en sterk driver i årene fremover. Selskapet er innovativt og lanserer stadig nye smaksvarianter og forpakninger for å stimulere salget. Ambev har også 19% markedsandel i Brasil innen soft drinks. Selskapet har avtale med Pepsi om produksjon og distribusjon av deres produkter.



Finansielt er selskapet overkapitalisert med netto kontantposisjon og negativ arbeidskapital. Som følge av dominerende markedsposisjoner har selskapet blant de høyeste driftsmarginene blant globale ølprodusenter. Vi forventer fortsatt god vekst og et attraktivt utbytte i årene fremover.

Ambev SA				Consumer Staples /Beverages			
Market Value (mill.)	280 402	Price	17,84	Price currency	BRL		
Net debt (mill.)	-3 562			Reporting currency	BRL		
Enterprise Value (mill.)	276 840			FX rate (NOK)	2,68		
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	27 127	32 231	34 791	38 080	46 720	46 444	50 567
EBIT (Operating Income - mill.)	11 035	13 141	13 634	14 247	17 088	16 891	19 222
Net Income (reported - mill.)	8 641	10 508	9 535	12 066	12 424	12 177	13 382
Equity	25 611	25 207	42 992	42 222	48 332	47 523	48 576
Return on Equity (%)	33,7 %	41,7 %	22,2 %	28,6 %	25,7 %	25,6 %	27,5 %
EPS	0,6	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9
Book value per share	1,6	1,6	2,7	2,7	3,1	3,0	3,1
DPS	0,4	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	0,8
Price/Earnings	24,1	42,2	23,1	21,2	22,6	23,2	20,7
Price/Book Value	8,2	10,6	6,3	6,1	5,8	5,9	5,7
EV/EBIT	18,7	20,0	15,7	17,6	16,0	16,4	14,4
Dividend Yield (%)	2,7 %	3,4 %	3,0 %	4,5 %	2,7 %	3,0 %	4,7 %



Bid Corporation

BidCorp er, etter vår mening, det mest veldrevne og interessante foodservice-selskapet globalt. 95% av salget hos BidCorp genereres utenfor Sør-Afrika i 30 land - primært i Europa, Storbritannia, Australia og New Zealand.

Selskapet har siden oppstarten, på slutten av 1980-tallet vært preget av en svært sterk entrepenørånd og har en desentralisert struktur. 300 000 kunder betjenes ut fra 260 varehus verden over. BidCorp ble skilt ut fra konglomeratet Bidvest i mai 2016.

Veksten innen foodservice er drevet av at konsumenter i stadig større grad spiser utenfor hjemmet på cafèer, restauranter og "on the go". Foodservice-industrien globalt er svært fragmentert med gode konsoliderings- og vekstmuligheter noe BidCorp utnytter til det fulle. Selskapet vokser godt både organisk og gjennom oppkjøp. Selskapet har svært lite gjeld, noe som legger forholdene til rette for fortsatt gode oppkjøp.



Dagens styreformann Brian Joffe har vært sentral i oppbyggingen av selskapet siden starten på 1980-tallet.

Bid Corp. Ltd.				Consumer Staples /Food & Staples Retailing		
Market Value (mill.)	89 385	Price	266,50	Price currency	ZAR	
Net debt (mill.)	1 673			Reporting currency	ZAR	
Enterprise Value (mill.)	91 058			FX rate (NOK)	0,65	
Year end (June)		2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)		95 760	109 804	135 538	133 128	143 173
EBIT (Operating Income - mill.)		2 682	3 453	4 784	5 508	6 039
Net Income (reported - mill.)		1 955	2 515	3 280	3 935	4 407
Equity		15 343	17 683	24 081	26 433	28 838
Return on Equity (%)		12,7 %	14,2 %	13,6 %	14,9 %	15,3 %
EPS		5,9	7,6	9,6	11,5	13,0
Book value per share		46,3	53,4	72,6	79,0	86,7
DPS					4,6	5,3
Price/Earnings					23,1	20,6
Price/Book Value					3,4	3,1
EV/EBIT					16,5	15,1
Dividend Yield (%)					1,7 %	2,0 %



Bidvest

Bidvest er et av Sør-Afrikas ledende konglomerater. Selskapet opererer innen en rekke forretningsområder og har en svært sterk historikk hva gjelder oppkjøp av virksomheter.

Selskapets forretningsområder strekker seg fra bankvirksomhet og servicetjenester til logistikk, bilutleie, salg av kontorrekvisita og eiendomsdrift. Selskapet er avhengig av utviklingen i den sør-afrikanske økonomien, men har historisk vist seg å inneha defensive karakteristika. Selskapet har utviklet seg godt selv i krevende tider for den sør-afrikanske økonomien.

Bidvest ble splittet i to selskaper iløpet av 2016; Bidvest og Bidcorp. Etter selskapsdelingen forventer vi at Bidvest fortsetter å gjøre attraktive oppkjøp. Selskapet har en nettogjeld som er omtrent lik ett års EBITDA.



I tillegg har Bidvest en rekke eiendeler som selskapet vurderer å selge. Dette inkluderer blant annet 6% eierandel i Mumbai International Airport.

Bidvest Group Limited				Industrials /Industrial Conglomerates			
Market Value (mill.)	54 775	Price	163,31	Price currency	ZAR		
Net debt (mill.)	7 800			Reporting currency	ZAR		
Enterprise Value (mill.)	62 575			FX rate (NOK)	0,65		
Year end (June)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	133 534	153 405	161 612	182 164	68 241	96 046	103 305
EBIT (Operating Income - mill.)	6 255	6 773	7 933	8 915	6 714	6 174	6 705
Net Income (reported - mill.)	4 443	4 772	4 603	5 898	2 286	3 789	4 209
Equity	21 630	26 374	31 781	36 372	18 459	21 207	23 948
Return on Equity (%)	20,5 %	18,1 %	14,5 %	16,2 %	12,4 %	17,9 %	17,6 %
EPS	14,3	15,3	14,6	18,1	15,8	11,4	12,9
Book value per share	69,0	83,9	99,7	111,9	55,5	62,1	69,1
DPS	7,0	7,2	8,1	9,1	277,1	5,2	5,8
Price/Earnings	12,7	16,0	19,3	17,1	8,8	14,4	12,6
Price/Book Value	2,6	2,9	2,8	2,8	2,5	2,6	2,4
EV/EBIT	10,1	12,5	12,7	12,5	8,3	10,1	9,3
Dividend Yield (%)	3,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	199,8 %	3,2 %	3,5 %



Carlsberg Malaysia

Carlsberg Malaysia er en av de to store ølprodusentene i Malaysia. Selskapet er 51% eid av Carlsberg, noe som sikrer god eierstyring og transparent rapportering. Selskapet ble etablert for 46 år siden.

Selskapet opererer i et duopol med Guinness Anchor. Carlsberg Malaysia har god støtte fra Carlsberg hva gjelder innovasjon, markedsføring og produktutvikling. 80% av resultatene kommer fra Malaysia, resten stammer fra Singapore og Sri Lanka.

Carlsberg Malaysia eier 25% av Lion Brewery som har monopol på ølproduksjon på Sri Lanka. Andre merkevarer eid av Carlsberg er premiummerket Kronenbourg 1664 og Somersby Ciders.

Vi har møtt ledelsen på hovedkontoret i Kuala Lumpur. De gir et solid inntrykk. Aksjen handles under store globale bryggerier grunnet oppfatning av en moden og sakte-voksende malaysisk økonomi. Vi mener vekstutsiktene er gode.



Finansielt har selskapet netto kontanter på balansen, de vokser lønnsomt og betaler ut mellom 5% og 6% i utbytte hvert år. De siste 10 årene har selskapet doblet topplinjen og nesten 3-doblet bunnlinjen med 50% til 60% avkastning på egenkapitalen.

Carlsberg Brewery Malaysia Bhd.					Consumer Staples /Beverages		
Market Value (mill.)	4 412	Price	14,32		Price currency	MYR	
Net debt (mill.)	-3				Reporting currency	MYR	
Enterprise Value (mill.)	4 409				FX rate (NOK)	1,88	
Year end (December)	2012	2013	2014	2015	2016	2016E	2017E
Sales (mill.)	1 585	1 555	1 635	1 660	1 679	1 680	1 791
EBIT (Operating Income - mill.)	239	233	267	287	285	294	305
Net Income (reported - mill.)	192	184	212	216	205	205	239
Equity	299	274	312	336	322	330	341
Return on Equity (%)	64,1 %	67,2 %	67,8 %	64,3 %	63,7 %	62,1 %	69,9 %
EPS	0,63	0,60	0,69	0,71	0,67	0,67	0,76
Book value per share	0,98	0,90	1,02	1,10	1,05	1,05	1,05
DPS	0,63	0,61	0,71	0,72	0,72	0,72	0,75
Price/Earnings	20,0	20,2	17,0	16,6	20,8	21,4	18,7
Price/Book Value	12,8	13,6	11,5	10,7	13,2	13,6	13,6
EV/EBIT	15,9	16,0	13,4	12,4	14,9	15,0	14,5
Dividend Yield (%)	5,0 %	5,0 %	6,0 %	6,2 %	5,2 %	5,0 %	5,2 %



Chevron Lubricants Lanka

Chevron Lubricants Lanka er Sri Lankas største produsent av motoroljer med 48% markedsandel.

Hovedeier er Chevron Corp i USA med 51% eierandel. Stadig økende bil- og mopedetterspørsel på Sri Lanka gir seg utslag i økt etterspørsel etter motoroljer fra selskapet.

Selskapets merkevarer, Caltex og Havoline, er de mest kjente, og mer enn 90% av selskapets produkter blir produsert på øya. Selskapet eksporterer også til Maldivene og Bangladesh.

Med en markeds kapitalisering på 2 mrd NOK er selskapet blant de minste i porteføljen og analytikerdekningen er lav.

Chevron Lanka har en svært sterk finansiell stilling. Selskapet har de siste 10 årene økt resultat per aksje med 14% i året med en gjennomsnittlig egenkapitalavkastning på godt over 50%. Utbyttet er i underkant av 10% årlig.



Ledelsen i selskapet gir et solid inntrykk, samtidig som hovedeier Chevron Corp. sikrer god eierstyring og rapportering. Chevron Lanka har god støtte av sitt morselskap i USA og sikrer selskapet tilgang til innovasjon og markedsføring helt siden etableringen av Chevron Lanka i 1992.

Chevron Lubricants Lanka Ltd.					Materials /Chemicals		
Market Value (mill.)	41 304	Price	172,10		Price currency	LKR	
Net debt (mill.)	-1 185				Reporting currency	LKR	
Enterprise Value (mill.)	40 119				FX rate (NOK)	0,05	
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	11 040	11 754	11 202	11 520	11 564	12 145	13 154
EBIT (Operating Income - mill.)	2 703	2 914	3 174	3 558	4 134	4 515	4 283
Net Income (reported - mill.)	2 001	2 257	2 532	2 747	3 092	3 498	3 468
Equity	3 158	4 126	4 840	5 199	4 687	3 862	4 218
Return on Equity (%)	63,3 %	54,7 %	52,3 %	52,8 %	66,0 %	90,6 %	82,2 %
EPS	8,3	9,4	10,6	11,4	12,9	14,6	14,5
Book value per share	13,2	17,2	20,2	21,7	19,5	16,2	17,8
DPS	4,5	5,5	7,5	10,0	11,5	18,0	12,9
Price/Earnings	10,2	10,7	12,7	17,5	13,3	11,8	11,9
Price/Book Value	6,5	5,9	6,6	9,2	8,8	10,6	9,7
EV/EBIT	7,2	7,5	9,3	13,1	9,4	8,9	9,4
Dividend Yield (%)	5,3 %	5,4 %	5,6 %	5,0 %	6,7 %	10,5 %	7,5 %



Compania Cervecerias Unidas

CCU er den dominerende ølprodusenten i Chile med 80% markedsandel. 70% av resultatet hos CCU stammer fra Chile, resterende stammer fra Argentina, Uruguay og Paraguay.

CCU sine viktigste merkevarer er Cristal, Royal Guard, Austral og Kunstmann. Selskapet har bryggeriavtale med Pepsi og ikke-alkoholholdende drikkevarer utgjør 50% av CCU sitt salg. CCU har også en distributøravtale med ølgiganten ABInBev for distribusjon av Corona.

Vekstutsiktene for CCU er gode og baserer seg på at ølkonsumet per capita er lavt. Markedene hvor CCU opererer har et ølkonsum per capita på 30-40 liter i året, sammenlignet med modne økonomier hvor konsumet ligger mellom 60 og 80 liter per capita. USA ligger på 73 liter per capita. En annen vekstdriver er velstandsøkning blant middelklassen i disse markedene.



Finansielt har CCU vist godt vekst over mange år. De siste par årene har markedsforholdene i Argentina vært svake noe som har ført til noe svakere resultatutvikling. CCU er eid 30% av Heineken og 30% av det lokale konglomeratet Quinenco.

Compania Cervecerias Unidas S.A. Sponsored ADR				Consumer Staples /Beverages			
Market Value (mill.)	4 323	Price	23,31	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	110			Reporting currency	CLP		
Enterprise Value (mill.)	4 433			FX rate (NOK)	8,35		
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	970 649	1 077 614	1 192 246	1 289 016	1 491 653	1 543 000	1 647 000
EBIT (Operating Income - mill.)	169 640	175 918	184 974	153 391	197 470	188 042	218 689
Net Income (reported - mill.)	122 891	114 637	122 524	118 733	120 266	103 495	134 192
Equity	570 420	613 644	987 050	1 026 924	1 056 892	1 106 484	1 176 698
Return on Equity (%)	21,5 %	18,7 %	12,4 %	11,6 %	11,4 %	9,4 %	11,4 %
EPS	1,6	1,5	1,5	1,1	1,0	0,9	1,1
Book value per share	6,8	7,9	10,2	9,2	8,1	8,2	8,4
DPS	0,50	0,47	0,38	0,32	0,29	0,29	0,31
Price/Earnings	16,0	21,7	16,2	16,5	21,8	27,3	21,0
Price/Book Value	3,7	4,0	2,4	2,0	2,7	2,8	2,8
EV/EBIT	12,6	15,6	10,8	13,3	13,7	15,2	13,1
Dividend Yield (%)	2,0 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %



Corp. Moctezuma

Corperazion Moctezuma er det mest veldrevne og lønnsomme sementselskapet vi har kommet over i fremvoksende markeder. God vekst, høy lønnsomhet, kapitaldisiplin og høyt utbytte preger selskapet. Selskapet er gjeldfritt og genererer mye kontanter.

Meksikansk sementindustri er konsolidert og består av rasjonelle aktører. Kapasitetsveksten absorberes av god etterspørsel. Moctezuma er 4. største aktør med en markedsandel på 15%. Største aktører er Cemex (35%), Cruzabo (20%) og HolcimLafarge (19%). Carlos Slims Elemente har 4% markedsandel.

Eierstrukturen i Moctezuma preges av to store vestlige eiere, Buzzi Unicem fra Italia og Cementos Molins fra Spania som tilsammen eier 67% av selskapet. De er langsiktige strategiske eiere. Alle driftsbeslutninger blir tatt lokalt av ledelsen i Moctezuma. Mexicos største industrieier Carlos Slim eier 12% av selskapet. Som følge av konsentrert eierstruktur er aksjen mindre likvid. Til tross for eierstrukturen er ledelsen lett å komme i kontakt med.



I årene fremover tror vi Moctezuma kan være en oppkjøpskandidat, eller være ledende i den videre konsolideringen av sementindustrien i Mexico. Vi tror det er realistisk med ekstraordinære utbytter i årene fremover.

Corporacion Moctezuma, SAB de CV					Materials /Construction Materials		
Market Value (mill.)	52 819	Price	60,00		Price currency	MXN	
Net debt (mill.)	-3 923				Reporting currency	MXN	
Enterprise Value (mill.)	48 896				FX rate (NOK)	0,42	
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	8 226	9 099	7 959	9 186	11 026		
EBIT (Operating Income - mill.)	2 290	2 832	2 088	2 786	4 052		
Net Income (reported - mill.)	1 633	2 064	1 480	2 030	2 860		
Equity	4 477	6 111	8 175	8 444	9 543		
Return on Equity (%)	36,5 %	33,8 %	18,1 %	24,0 %	30,0 %		
EPS	1,9	2,4	1,7	2,3	3,3		
Book value per share	5,1	6,9	9,3	9,6	10,8		
DPS	0,5	3,2	2,0	2,0	2,0		
Price/Earnings	15,3	13,4	23,8	19,8	16,9		
Price/Book Value	5,6	4,5	4,3	4,8	5,1		
EV/EBIT	10,2	9,5	16,5	13,8	11,2		
Dividend Yield (%)	1,8 %	10,2 %	5,0 %	4,4 %	3,6 %		



Hartalega

Hartalega er verdens største produsent av engangshansker. Kundene er sykehus og fast-food restauranter i 40 land verden over.

Selskapet produserer i dag 21 milliarder engangshansker i året, og har satt i gang en betydelig ekspansjon som vil mer enn doble kapasiteten de neste åtte årene. Vi har besøkt det nye produksjonsanlegget utenfor Kuala Lumpur.

Hartalega er den mest lønnsomme produsenten av engangshansker i Malaysia. Det skyldes selskapets sterke fokus på innovasjon og produksjonskostnader. Hartalega designer og lager sitt eget produksjonsutstyr.

Vekstdriverne i Hartalega er stadig økende bevissthet rundt smittefare og påfølgende behov for bruk av engangshansker. Engangshansker er enkle å bruke og veksten er god.



Vi ser sterk vekst for Hartalega i fremvoksende markeder hvor utberedelsen av engangshansker er langt lavere enn i Vesten.

Vi har møtt ledelsen og styreformann i Kuala Lumpur. Selskapet er kontrollert av en familie som alltid har sørget for å ligge i forkant av konkurrentene.

Hartalega Holdings Bhd.				Health Care /Health Care Equipment & Supplies			
Market Value (mill.)	7 733	Price	4,71	Price currency	MYR		
Net debt (mill.)	230			Reporting currency	MYR		
Enterprise Value (mill.)	7 964			FX rate (NOK)	1,88		
Year end (March)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	931	1 032	1 107	1 146	1 498	1 768	2 098
EBIT (Operating Income - mill.)	258	299	299	277	316	355	410
Net Income (reported - mill.)	201	233	233	210	257	278	327
Equity	619	764	942	1 269	1 502	1 646	1 819
Return on Equity (%)	32,5 %	30,6 %	24,7 %	16,5 %	17,1 %	16,9 %	18,0 %
EPS	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Book value per share	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1
DPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Price/Earnings	14,4	15,5	21,8	32,1	30,9	27,7	23,6
Price/Book Value	4,7	4,7	5,4	5,5	5,3	4,7	4,3
EV/EBIT	10,7	11,7	17,1	24,3	25,8	22,4	19,4
Dividend Yield (%)	3,1 %	2,9 %	2,1 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,9 %



HDFC Bank

HDFC Bank er den mest veldrevne retailbanken i India. Med sine 4 500 kontorer og 37 millioner kunder har banken 4,5% markedsandel i India.

HDFC Bank sine lånetap er lave, da selskapet har en sterk kultur for risikostyring og holder seg unna sektorer som infrastruktur, næringseiendom og lån til gruvesektoren.

HDFC Bank var tidlig ute med teknologiutvikling og hele 80% av all kundekontakt skjer gjennom internett og mobil, opp fra 13% for 10 år siden. Vi tror 20% årlig vekst i låneboken er realistisk framover.

En ledende kostnadsposisjon med en cost-to-income som nærmer seg 40% gjør at kundene får bedre lånebetingelser enn hos konkurrentene.

Vi har møtt selskapets ledelse og liker selskapets historikk med sterk vekst kombinert med høy lønns-



somhet. Med bankens sterke posisjon og lave markedsandel i det indiske markedet, mener vi banken vil være godt posisjonert for å gjenta den lønnsomme veksthistrien i årene fremover.

HDFC Bank Limited Sponsored ADR						Financials /Banks	
Market Value (mill.)	53 411	Price	71,49		Price currency	USD	
Net debt (mill.)	6 534				Reporting currency	INR	
Enterprise Value (mill.)	59 945				FX rate (NOK)	8,35	
Year end (March)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	331 658	429 514	506 678	600 168	742 252	441 601	517 645
Net Income (reported - mill.)	52 501	68 682	87 134	106 660	127 729	143 408	172 005
Equity	302 123	366 442	441 558	631 571	743 011	828 109	963 793
Return on Equity (%)	17,4 %	18,7 %	19,7 %	16,9 %	17,2 %	17,3 %	17,8 %
EPS	1,4	1,6	1,8	2,2	2,3	2,5	3,0
Book value per share	7,6	8,5	9,2	12,1	13,3	14,6	16,9
DPS	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
Price/Earnings	24,2	23,3	22,7	27,3	26,5	24,7	23,7
Price/Book Value	4,5	4,4	4,4	4,9	4,6	4,9	4,2
Dividend Yield (%)	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,6 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %



Henkel

Henkel er blant verdens største produsenter av produkter vi bruker i hjemmet hver eneste dag, som blant annet limprodukter og vaskemidler.

Merkevaren Persil står høyt på listen over merke-kjennskap i Europa og i mange fremvoksende markeder som blant annet Egypt, Tyrkia og Polen. Henkel opererer globalt og har nær 50% av sin omsetning fra fremvoksende markeder. Henkel har en sterk innovasjonskraft. Hele 45 prosent omsetning- en i dag stammer fra produkter som ikke fantes for 3 år siden.



ROEM SP. Z O.O



Henkel har demonstrert en sterk evne til å vokse lønnsomt. Selskapet genererer en avkastning på egenkapitalen rundt 15% og har vært istand å stadig sysselsette mer kapital til høy avkastning.

Utviklingen i verdiskapingen og aksjekursen har gått hånd i hånd. Selskapet binder knapt arbeidskapital, noe som bidrar til en sterk kontantstrøm.

Henkel er en av mange selskaper i fondet som produserer og selger produkter som vi alle trenger i hverdagen – produkter hvor merkeloyaliteten er høy, og hvor vi som konsumenter gjerne ubevisst handler produktet av ren vane – gjentatte ganger. Vi tror Henkel vil fortsette å vokse lønnsomt i mange år fremover, noe som vil legge grunnlag for fortsatt sterk kursutvikling i årene fremover.

Henkel AG & Co. KGaA				Consumer Staples /Household Products			
Market Value (mill.)	48 287	Price	103,40	Price currency	EUR		
Net debt (mill.)	2 718			Reporting currency	EUR		
Enterprise Value (mill.)	51 005			FX rate (NOK)	8,82		
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	15 605	16 510	16 355	16 428	18 089	18 715	20 442
EBIT (Operating Income - mill.)	1 944	2 279	2 432	2 558	2 871	3 143	3 459
Net Income (reported - mill.)	1 253	1 510	1 589	1 628	1 921	2 115	2 423
Equity	8 549	9 376	10 044	11 508	13 661	15 158	16 845
Return on Equity (%)	14,7 %	16,1 %	15,8 %	14,1 %	14,1 %	14,0 %	14,4 %
EPS	2,7	3,5	3,7	3,8	4,4	5,3	5,8
Book value per share	19,7	21,6	23,1	26,5	31,5	34,8	38,6
DPS	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8
Price/Earnings	14,0	14,9	20,7	21,5	20,0	19,3	17,7
Price/Book Value	1,9	2,4	3,3	3,0	2,8	3,0	2,7
EV/EBIT	9,1	10,1	13,2	13,8	13,3	16,2	14,7
Dividend Yield (%)	2,1 %	1,8 %	1,6 %	1,6 %	1,7 %	1,6 %	1,7 %



Infosys

Infosys er blant de største IT-konsulentselskapene i verden. Selskapet ble etablert i 1981 av syv IT-ingeniører.

Vi har investert i Infosys fordi vi mener selskapet er godt posisjonert i en stadig mer digital hverdag. Teknologiske endringer er positivt for IT-konsulenter generelt, og Infosys spesielt, ettersom digitale endringer bidrar til økt etterspørsel etter selskaps konsulenttjenester.

De siste årene har bedrifters IT-satsing blitt stadig mer viktig. Infosys tilbyr både IT-konsulenttjenester, teknologiimplementering og outsourcing-løsninger. Andre viktige vekst drivere for Infosys er økte reguleringer i blant annet finanssektoren. Disse reguleringene skaper økt behov for å kutte kostnader og endre IT-systemer. Nesten 90% av Infosys sine inntekter stammer fra USA og Europa.

Finansielt leverer Infosys stabil vekst og høy avkastning på kapitalen som følge av en kapitallett forretningsmodell. Selskapet er netto gjeldfritt og



genererer sterk kontantstrøm. Vi mener selskapet er betydelig overkapitalisert og at det bør utbetales ekstraordinært utbytte. Hele 97% av Infosys sine inntekter kommer fra eksisterende kunder.

CEO Dr. Sikka tok over lederrollen i 2014, og kom fra stillingen som direktør for produktutvikling i SAP. Han får mye av æren for SAP sitt suksessfulle HANA-produkt. Investorkommunikasjon og rapportering vurderer vi som god.

Infosys Limited				Information Technology /IT Services			
Market Value (mill.)	2 326 231	Price	1012,75	Price currency	INR		
Net debt (mill.)	-306 000			Reporting currency	INR		
Enterprise Value (mill.)	2 020 231			FX rate (NOK)	0,13		
Year end (March)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	337 340	403 520	501 330	533 190	624 410	688 492	751 980
EBIT (Operating Income - mill.)	97 990	105 240	125 200	140 850	159 730	170 595	186 161
Net Income (reported - mill.)	83 320	94 290	106 560	123 720	136 780	143 889	155 566
Equity	313 320	379 940	445 300	507 360	578 260	673 370	743 560
Return on Equity (%)	26,6 %	24,8 %	23,9 %	24,4 %	23,7 %	21,4 %	20,9 %
EPS	36,5	41,3	46,6	54,1	59,8	63,0	67,9
Book value per share	137,1	166,2	194,8	222,0	253,0	295,8	329,1
DPS	11,8	10,5	15,8	22,3	24,3	27,3	30,5
Price/Earnings	19,6	17,5	17,6	20,5	20,4	16,1	14,9
Price/Book Value	5,2	4,3	4,2	5,0	4,8	3,4	3,1
EV/EBIT	14,5	13,4	12,6	15,7	15,3	11,8	10,9
Dividend Yield (%)	1,6 %	1,5 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,7 %	3,0 %



Lion Brewery

Lion Brewery har 82% markedsandel i ølkategorien på Sri Lanka og har historie tilbake til 1860. Tilsammen eier Carlsberg Malaysia og det lokale konglomeratet Carson, 77% av selskapet. Carlsberg har uttalt ønske om å øke sin eierandel.

Etter borgerkrigens avslutning i 2009 har Sri Lanka blomstret som feriedestinasjon. God økonomisk vekst som følge stabilt politisk styre i etterkant av krigen og påfølgende sterk turisttilstrømming har ført til god etterspørsel etter ølprodukter. Selskapets merkevare er "Lion".

Selskapet opplevde i 2016 en oversvømmelse på sitt bryggeri, men har etterhvert gjenopptatt produksjonen og får i disse dager erstatning fra forsikringsselskapene for skadene som ble påført produksjonsanlegget.

Vi har møtt ledelsen i Lion og liker markedsposisjonen og vekstmulighetene.



En god del av alkoholkonsumet på Sri Lanka er hjemmebrygget sprit, og vi tror reguleringer etter hvert vil gå i favør Lion.

Konsumet på Sri Lanka er fortsatt lavt. Kun tre analytikere dekker selskapet.

Lion Brewery (Ceylon) Plc					Consumer Staples /Beverages		
Market Value (mill.)	36 520	Price	456,50		Price currency	LKR	
Net debt (mill.)	12 495				Reporting currency	LKR	
Enterprise Value (mill.)	49 015				FX rate (NOK)	0,05	
Year end (March)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	17 649	22 192	25 804	32 350	35 526	26 684	38 692
EBIT (Operating Income - mill.)	2 301	1 500	2 338	2 894	3 859	573	3 119
Net Income (reported - mill.)	1 262	1 046	1 343	1 330	2 081	-339	983
Equity	5 209	5 910	6 932	7 927	9 986		
Return on Equity (%)	24,2 %	17,7 %	19,4 %	16,8 %	20,8 %		
EPS	15,2	13,1	16,8	16,6	26,0		
Book value per share	60,7	73,9	86,7	99,1	124,8		
DPS	4,0	4,0	4,0	4,0	3,0		
Price/Earnings	13,1	25,5	23,3	36,1	17,6		
Price/Book Value	3,3	4,5	4,5	6,1	3,7		
EV/EBIT	6,5	21,3	16,0	20,4	11,7		
Dividend Yield (%)	2,0 %	1,2 %	1,0 %	0,7 %	0,7 %		



Mauritius Commercial Bank

Mauritius Commercial Bank er den ledende banken på Mauritius med 40% markedsandel. Banken ble etablert i 1838 og er den eldste finansinstitusjonen på øya. MCB har også en markedsandel på 40% av innskudd.

Vekstdriveren hos MCB er både fasilitering av handel mellom India/Kina og Afrika, men også økt turisme. Mauritius er en stadig mer populær turistdestinasjon, og MCB nyter i den sammenheng godt av økte investeringer hos lokalt næringsliv.

Finansielt leverer banken god vekst og høy lønnsomhet. Banken er veldrevet med en cost/income ratio på lave 40%.

MCB er institusjonelt eid og har ingen dominerende hovedeier.



MCB Group Limited						Financials /Banks	
Market Value (mill.)	54 350	Price	228,00			Price currency	MUR
Net debt (mill.)	-34 267					Reporting currency	MUR
Enterprise Value (mill.)	20 083					FX rate (NOK)	0,24
Year end (June)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	15 220	16 227	4 965	18 540	20 118		
Net Income (reported - mill.)	4 115	4 315	1 218	5 722	6 626		
Equity	26 136	22 693	30 968	35 933	40 730		
Return on Equity (%)	15,7 %	19,0 %	3,9 %	15,9 %	16,3 %		
EPS	17,3	16,0	5,1	24,0	27,8		
Book value per share	110,0	95,5	130,1	151,0	171,0		
DPS	5,9	6,1	9,5	8,0	8,8		
Price/Earnings	9,8	11,7	42,0	9,0	7,6		
Price/Book Value	1,5	1,9	1,7	1,4	1,2		
Dividend Yield (%)	3,5 %	3,3 %	4,4 %	3,7 %	4,1 %		



Oracle Financial Software Services (OFSS)

Oracle Financial Services Software er et indisk datterselskap av Oracle Corp. i USA. Selskapet er en global leverandør av softwareløsninger til banksektoren. Dette er forretningskritiske databaseløsninger og kjernesystemer som banker drifter sine systemer på. Databasene dekker hele verdikjeden fra rapporterings- og betalingsløsninger til applikasjoner for kundeoversikt.

Drive bak resultatveksten i OFSS er bankers behov for å øke digitalisering, samt økte regulerings- og rapporteringskrav. OFSS har 500 banker på kundelisten i mer enn 100 land. Eksempelvis kjører Citibank på Oracle sitt kjernebanksystem kalt Flexcube. Andre store kunder er JP Morgan og Barclays.

Oracle Corp. i USA eier 74% av OFSS og har ved flere anledninger forsøkt å kjøpe resterende deler av selskapet og ta det av børser. Det har så langt ikke lyktes Oracle å få aksept for over 90% av aksjene.

Vi tror Oracle før eller siden vil klare å få aksept for kjøp av hele OFSS og forventer det vil skje til en god budpremie. OFSS nyter stor fordel i markedet som følge av sin solide hovedeier både hva gjelder innovasjon og markedsføring.

Selskapet har netto kontanter på balansen og vokser lønnsomt. Den overkapitaliserte balansen har ført til at selskapet tidligere har utbetalt ekstraordinære utbytter, sist i 2014. Det tror vi selskapet vil fortsette med.

Oracle Financial Services Software Limited				Information Technology /Software			
Market Value (mill.)	315 089	Price	3703,40	Price currency	INR		
Net debt (mill.)	-35 638			Reporting currency	INR		
Enterprise Value (mill.)	279 451			FX rate (NOK)	0,13		
Year end (March)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	31 467	34 740	37 413	39 049	40 928	45 025	49 258
EBIT (Operating Income - mill.)	10 647	11 538	13 278	14 827	16 278	17 843	20 708
Net Income (reported - mill.)	9 093	10 751	13 593	11 923	11 658	13 224	14 896
Equity	63 174	74 064	87 765	34 441	36 751	38 977	42 408
Return on Equity (%)	14,4 %	14,5 %	15,5 %	34,6 %	31,7 %	33,9 %	35,1 %
EPS	108,3	128,0	161,6	141,3	137,6	154,0	179,8
Book value per share	752,3	881,0	1 043,0	407,0	433,1	465,0	511,5
DPS			485,0	180,0	100,0	103,7	106,6
Price/Earnings	24,2	20,0	19,1	23,1	25,6	24,0	20,6
Price/Book Value	3,5	2,9	3,0	8,0	8,1	8,0	7,2
EV/EBIT	17,0	13,9	14,6	16,2	16,8	15,7	13,5
Dividend Yield (%)	0,0 %	0,0 %	15,7 %	5,5 %	2,8 %	2,8 %	2,9 %



Premier Marketing

Premier Marketing er en liten matprodusent i Thailand som er markedsleder innen produktkategorien fiskesnacks. Gjennom sitt "Taro"-merke har selskapet størst markedsandel i denne populære produktkategorien. Selskapet er også distributør av matprodukter for internasjonale selskaper i det thailandske markedet.

Selskapet er godt posisjonert for økt konsum blant middelklassen i Thailand og har en rekke andre vel-etablerte merkevarer i ulike matkategorier.

Hovedeier er Premier Fission Capital som eier 50% av selskapet. Vi har møtt ledelsen i selskapet og de fremstår profesjonelle til tross for at Premier Marketing er et lite selskap.

Finansielt har Premier Marketing en svært sterk historikk. Selskapets størrelse gjør at det er lite fulgt av analytikere. Likevel vurderer vi rapporteringen som god.



Premier Marketing Public Co. Ltd.					Consumer Staples /Food & Staples Retailing		
Market Value (mill.)	6 042	Price	10,10		Price currency	THB	
Net debt (mill.)	-114				Reporting currency	THB	
Enterprise Value (mill.)	5 928				FX rate (NOK)	0,24	
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	3 344	3 885	4 001	4 062	4 254		
EBIT (Operating Income - mill.)	385	480	475	493	533		
Net Income (reported - mill.)	287	409	420	428	433		
Equity	1 087	1 319	1 514	1 607	1 765		
Return on Equity (%)	26,4 %	31,0 %	27,7 %	26,7 %	24,5 %		
EPS	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7		
Book value per share	1,8	2,2	2,5	2,7	2,9		
DPS	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6		
Price/Earnings	5,6	10,8	10,4	12,5	14,6		
Price/Book Value	1,5	3,3	2,9	3,3	3,6		
EV/EBIT	3,6	8,1	8,0	9,8	10,7		
Dividend Yield (%)	8,9 %	5,0 %	6,8 %	7,0 %	5,5 %		



Public Bank

Public Bank er blant de mest attraktive bankene vi har funnet i sør-øst Asia. Banken ble etablert i 1966 av 35 år gamle Teh Hong Piow, som i dag er styreleder i banken.

Siden etablering for 51 år siden har banken aldri tapt penger. En investering i banken på børsnoteringstidspunkt i 1967 ville gitt en årlig avkastning til i dag på 19,1%, inkludert utbytte. I dag har banken omtrent 9 millioner kunder og en markeds-kapitalisering på omtrent 20 milliarder dollar.

Public Bank er primært en retailbank der 53% av inntektene er fra privatkunder og 9% er fra kapitalforvaltning. Banken har 49% markedsandel innen kapitalforvaltning i Malaysia. Banken har 259 kontorer i Malaysia og har gjennom årene gjennomført en forsiktig ekspansjon i sør-øst Asia. Malaysias økonomi er robust og BNP-veksten i 2017 forventes å ligge rundt 4%.

Vi har møtt ledelsen i Kuala Lumpur og synes de gir et meget solid inntrykk. Risikostyring og kostnadskontroll står sentralt hos banken, noe som vises i



lånetap på kun 0,5% og en "cost/Income" stabilt på rundt 30%. Public Bank er den ledende banken i sør-øst Asia både hva gjelder lave lånetap og sterk kostnadskontroll. Banken har alltid vært konservativ hva gjelder avsetninger for lånetap og har langt høyere avsetninger enn sektoren forøvrig.

Public Bank sin kommunikasjon og rapportering utmerker seg positivt i forhold til andre banker vi har sett på.

Public Bank Bhd						Financials /Banks	
Market Value (mill.)	77 410	Price	19,94			Price currency	MYR
Net debt (mill.)	8 171					Reporting currency	MYR
Enterprise Value (mill.)	85 581					FX rate (NOK)	1,88
Year end (December)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	7 409	7 747	8 158	8 673	9 546	10 533	11 246
Net Income (reported - mill.)	3 869	4 065	4 519	5 062	5 207	5 225	5 505
Equity	18 018	20 424	28 025	31 231	34 213	37 246	40 333
Return on Equity (%)	21,5 %	19,9 %	16,1 %	16,2 %	15,2 %	14,0 %	13,6 %
EPS	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4
Book value per share	5,0	5,7	7,3	8,1	8,9	9,6	10,4
DPS	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Price/Earnings	14,9	16,7	14,8	14,1	14,6	14,9	14,1
Price/Book Value	3,2	3,3	2,5	2,3	2,2	2,1	1,9
Dividend Yield (%)	3,1 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %	3,1 %



Samsonite

BY YOUR SIDE

Samsonite

Samsonite er verdens største koffertprodusent med over 100 års historie. Produktene selges både gjennom egne butikker og gjennom forhandlere. I tillegg til Samsonite-merket eier også selskapet merker som American Tourister, Hartmann, High Sierra og premium-merket Tumi. Sistnevnte ble kjøpt av Samsonite i 2016. Samsonite er global markedsleder med 10% markedsandel, og eier den mest kjente merkevaren i sektoren.

Samsonite er notert i Hong Kong og er den største aktøren i både Kina, India, Europa og USA. Global reiseaktivitet har vist stabil og høy vekst siden 1980-tallet og forventes å vokse med 3-4% årlig. Vi forventer at Samsonite vil vokse topplinjen noe mer enn det som følge av at selskapet er en aktiv konsolidator i sektoren. Veksten i reiseaktivitet øker både som følge av billigere flyreiser, men også av økt middelklasse i fremvoksende økonomier samt økt evne og vilje til å betale for feriereiser.

Vekstdriverne hos Samsonite er økt reiselyst og reisemuligheter, spesielt blant kinesere. 40% av Sam-



sonite sitt salg er fra Asia. Selskapet har en kapitallett forretningsmodell hvor 90% av produksjonen er outsourcet.

Finansielt har selskapet en sterk balanse til tross for oppkjøpet av Tumi i 2016. Det muliggjør videre oppkjøp av andre merkevarer i årene framover.

Samsonite International S.A.				Consumer Discretionary /Textiles Apparel & Luxury Goods			
Market Value (mill.)	32 886	Price	23,30	Price currency	HKD		
Net debt (mill.)	-1 318			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	31 568			FX rate (NOK)	1,08		
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	1 565	1 772	2 038	2 351	2 432	2 778	3 284
EBIT (Operating Income - mill.)	209	246	282	322	327	332	461
Net Income (reported - mill.)	87	148	176	186	198	168	248
Equity	918	1 052	1 193	1 270	1 360	1 465	1 605
Return on Equity (%)	9,4 %	14,1 %	14,8 %	14,7 %	14,5 %	11,5 %	15,5 %
EPS		0,9	1,0	1,0	1,1	0,1	0,2
Book value per share		5,8	6,6	7,0	7,5	1,0	1,1
DPS		0,2	0,4	0,5	0,5	0,1	0,1
Price/Earnings		18,7	24,3	22,5	21,5	23,7	16,8
Price/Book Value		2,8	3,6	3,3	3,1	2,9	2,6
EV/EBIT		11,4	14,5	12,9	12,8	12,3	8,8
Dividend Yield (%)		1,3 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %	1,9 %	2,7 %



TOTVS

Totvs er den ledende IT-softwareleverandøren til små- og mellomstore selskaper i Brasil. Selskapet leverer såkalte ERP-systemer til mindre selskaper. Dette er IT-systemer som styrer vareflyt, logistikk, HR, finans osv. Selskapet ble etablert i 1983 og har siden vist sterk vekst.

Totvs har 30 års historikk og er etablert i en rekke markeder, primært i Latin-Amerika. Selskapet har 40% markedandel i ERP-systemer i Brasil, foran SAP og Oracle. Byttekostandene for kundene å bevege seg fra ett ERP-system fra en leverandør til en annen leverandør er høye. Derfor har Totvs en stor andel av sine inntekter som gjentakende inntekter.

Selskapet beveger seg fra en lisensbasert salgsmodell til en abonnementbasert salgsmodell. Det har kortsiktig ført til press på resultatene, men vil i de kommende årene føre til høyere marginer og bedre lønnsomhet. Selskapet har en kapitallett forretningsmodell med sterk kontantgenerering. Det resulterer i høy avkastning på kapitalen.



Vekstdriverne for Totvs er behov for effektivisering blant kundene og mer rasjonell drift. Selskapet er også avhengig av vekst i brasiliansk økonomi.

Grunnleggeren av Totvs, Pedro Luiz Barreiros er styreleder og eier 18% av aksjene.

TOTVS S.A.				Information Technology /Software			
Market Value (mill.)	4 197	Price	25,34	Price currency	BRL		
Net debt (mill.)	408			Reporting currency	BRL		
Enterprise Value (mill.)	4 605			FX rate (NOK)	2,68		
Year end (December)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	1 414	1 612	1 772	1 909	2 184	2 230	2 351
EBIT (Operating Income - mill.)	297	320	348	288	243	293	335
Net Income (reported - mill.)	207	223	263	196	153	187	233
Equity	913	1 068	1 116	1 238	1 177	1 307	1 419
Return on Equity (%)	22,7 %	20,8 %	23,6 %	15,8 %	13,0 %	14,3 %	16,4 %
EPS	1,3	1,4	1,6	1,2	0,9	1,1	1,4
Book value per share	5,6	6,5	6,9	7,6	7,2	8,0	8,5
DPS	0,7	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7
Price/Earnings	31,3	27,0	21,7	25,9	25,8	22,8	18,6
Price/Book Value	7,1	5,6	5,1	4,1	3,3	3,2	3,0
EV/EBIT	21,9	18,7	16,2	18,8	17,9	15,7	13,7
Dividend Yield (%)	1,8 %	2,6 %	2,9 %	2,5 %	3,0 %	2,6 %	2,9 %



Unilever

Unilever er verdens tredje største konsumvareselskap etter Procter&Gamble og Nestlè. Blant de store, globale konsumvareselskapene er Unilever, etter vår mening, det raskest voksende i fremvoksende markeder og det best posisjonerte selskapet i disse markedene.

Unilever har gjennom flere år bygd svært sterke merkevarer som Dove, OMO, Knorr og Sunsilk. I dag er Unilever markedsleder eller en sterk nr 2 aktør i 80% av sine markeder.

Vekstdriverne for Unilever i årene fremover er fremvoksende markeder og større innslag av premium produkter med høy margin. Selskapet har også betydelige vekstmuligheter gjennom oppkjøp som følge av en sterk balanse og god kontantgenerering. Vi forventer flere oppkjøp fremover.

Selskapet blir av mange oppfattet som en matprodusent med lav vekst, men det er veldig lite matvarer i Unilevers portefølje. Iskrem er, derimot, en



sterkt voksende kategori hvor Unilever er godt posisjonert både gjennom Magnum og Ben&Jerrys. Stadig mer av Unilevers portefølje er innenfor kategoriene helse og velvære. Vi mener investering i Unilever er en god måte å kapitalisere på økt kjøpekraft blant konsumenter i fremvoksende markeder. Unilever vokser lønnsomt og gir et utbytte godt over 3%.

Unilever NV Cert. of shs				Consumer Staples /Personal Products			
Market Value (mill.)	133 511	Price	44,48	Price currency	EUR		
Net debt (mill.)	12 574			Reporting currency	EUR		
Enterprise Value (mill.)	146 085			FX rate (NOK)	8,82		
Year end (December)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	51 324	49 797	48 436	53 272	52 713	55 357	57 609
EBIT (Operating Income - mill.)	6 989	7 629	7 020	7 729	7 801	8 731	9 388
Net Income (reported - mill.)	4 480	4 842	5 171	4 909	5 184	5 766	6 306
Equity	15 392	14 344	13 651	15 439	16 354	18 895	20 813
Return on Equity (%)	29,1 %	33,8 %	37,9 %	31,8 %	31,7 %	30,5 %	30,3 %
EPS	1,5	1,7	1,8	1,7	1,8	2,0	2,2
Book value per share	5,4	5,1	4,8	5,4	5,8	6,4	7,2
DPS	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Price/Earnings	18,7	17,1	17,9	23,2	21,4	22,0	20,0
Price/Book Value	5,3	5,8	6,8	7,4	6,8	6,9	6,2
EV/EBIT	13,2	12,4	14,8	16,3	16,0	16,7	15,6
Dividend Yield (%)	3,4 %	3,7 %	3,5 %	3,0 %	3,3 %	3,1 %	3,3 %



Universal Robina

Universal Robina er et vertikalt integrert konsumvareselskap. Selskapet ble etablert på 1950-tallet og 75% av salget stammer fra Filippinene. Selskapet vokser også i omkringliggende land som Vietnam og Indonesia.

Selskapet produserer og selger kaffe, sjokolade, kjeks, nudler, snacks og drikkevarer. Selskapet er markedsleder i de aller fleste produktkategoriene de opererer i. Eksempelvis har URC 70% markedsandel i instant coffee og 32% markedsandel i kjeksprodukter.

Med base på Filippinene har selskapet de siste årene ekspandert i markeder som Vietnam og Indonesia, og har allerede etablert seg blant de ledende aktørene i en rekke produktkategorier i Vietnam. URC er klar markedsleder i Vietnam i produktkategorier som «ready to drink tea» og energidrikker.

Selskapet har alltid konkurrert med store internasjonale aktører som Nestle og Unilever, men sel-



skapet har fortsatt en konkurransefordel i lokal kunnskap og «speed to market».

Veksten hos Universal Robina kommer fra en stadig økende middelklasse med stigende kjøpekraft. Hovedeier med 55% av aksjene er JG Summit, som er et av de største konglomeratene på Filippinene.

Universal Robina Corp.				Consumer Staples /Food Products			
Market Value (mill.)	358 176	Price	162,50		Price currency	PHP	
Net debt (mill.)	26 189				Reporting currency	PHP	
Enterprise Value (mill.)	384 366				FX rate (NOK)	0,17	
Year end (September)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	71 202	80 995	92 376	109 051	111 632	129 869	140 022
EBIT (Operating Income - mill.)	7 801	10 290	13 923	17 229	16 633	18 686	21 657
Net Income (reported - mill.)	7 736	10 045	11 559	12 383	15 140	14 212	16 702
Equity	46 330	50 779	55 949	65 265	75 076	78 291	84 726
Return on Equity (%)	16,7 %	19,8 %	20,7 %	19,0 %	20,2 %	18,2 %	19,7 %
EPS	3,7	4,6	5,3	5,7	6,9	6,6	7,6
Book value per share	21,2	23,3	25,6	29,9	34,1	36,0	38,6
DPS	2,4	3,0	3,0	3,2	3,2	3,5	3,7
Price/Earnings	18,8	26,7	35,3	33,8	25,6	24,8	21,5
Price/Book Value	3,3	5,3	7,3	6,4	5,2	4,5	4,2
EV/EBIT	18,0	25,3	28,9	24,8	24,9	20,6	17,7
Dividend Yield (%)	3,4 %	2,4 %	1,6 %	1,6 %	1,8 %	2,2 %	2,3 %



Vinamilk

Vinamilk er Vietnams ledende meieriprodusent. Selskapet er markedsleder i en rekke produkt-kategorier fra melk og is til yoghurtprodukter, og har over 200 produkter i sin portefølje.

Vinamilk har 90% markedsandel innen yoghurt-kategorien, 50% i fersk melk og 25% markedsandel i melkepulver.

Økt kjøpekraft blant konsumenter i Vietnam gjør at stadig flere velger å kjøpe høymarginprodukter fra Vinamilk, som for eksempel yoghurt. Vinamilk er helintegreert og eier egne gårder med kyr.

Finansielt har salget økt med 22% årlig og bunnlinjen har økt med 29% årlig de siste 10 årene. Vinamilk vokser lønnsomt med en egenkapitalavkastning over 30%.

Hovedeier er den vietnamesiske staten som over de siste årene har solgt seg ned og eier i dag 45 prosent av selskapet. 49% eies av utenlandske



aksjonærer. Vi forventer videre nedsalg fra staten i årene fremover da Vinamilk ikke er en strategisk viktig eierpost for den vietnamesiske staten. Det vil øke likviditeten i aksjen.

Selskapet gir et profesjonelt inntrykk. Rapporteringen fra selskapet er meget god, og vi har møtt selskapet i Saigon.

Vietnam Dairy Products Corp.					Consumer Staples /Food Products		
Market Value (mill.)	191 296 810	Price	131800,00		Price currency	VND	
Net debt (mill.)	-8 027 741				Reporting currency	VND	
Enterprise Value (mill.)	183 269 069				FX rate (NOK)	0,00	
Year end (December)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Sales (mill.)	21 627 429	26 561 574	30 948 602	34 976 928	40 080 385	46 794 000	53 444 000
EBIT (Operating Income - mill.)	4 233 110	6 205 757	7 295 121	6 826 480	8 780 873	10 601 000	10 948 000
Net Income (reported - mill.)	4 218 182	5 819 455	6 534 134	6 068 808	7 005 672	8 897 700	9 544 850
Equity	12 477 205	15 493 097	17 545 489	19 680 283	20 692 566	22 406 000	25 862 000
Return on Equity (%)	33,8 %	37,6 %	37,2 %	30,8 %	33,9 %	39,7 %	36,9 %
EPS	2 977,2	4 039,9	4 536,5	4 213,9	4 864,2	5 818,0	6 167,5
Book value per share	8 659,8	10 756,6	12 182,4	13 665,2	14 368,2	16 854,0	18 115,0
DPS	1 286,0	1 813,3	2 777,8	2 546,3	4 444,4	5 000,0	4 794,0
Price/Earnings	11,2	12,6	17,2	15,7	21,9	22,7	21,4
Price/Book Value	3,9	4,7	6,4	4,9	7,4	7,8	7,3
EV/EBIT	10,2	11,0	14,5	12,9	16,6	17,3	16,7
Dividend Yield (%)	3,9 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %	4,2 %	3,8 %	3,6 %



3M

3M er blant de aller mest veldrevne multi-industrielskapene i USA. Innovasjon har alltid vært 3M sitt varemerke. Produktutviklingen fører til at stadig nye produkter blir introdusert til markedet, med høyt vekstpotensiale og høye marginer. 3M er kjent for merkevarer som blant annet "Post-it" og "Scotch".

En viktig salgsdriver for 3M i årene fremover er fremvoksende markeder som utgjør nær 50% av resultatene. 3M sin brede produktportefølje reduserer risikoen knyttet til enkeltprodukter og enkeltkunder.

3M sin produktportefølje dekker både produkter som selges direkte til konsumenten, samt produkter som selges til industrielle formål og helsevesen. Eksempler på produkter er alt fra vernebriller, lim- og limprodukter til plaster og avanserte medisinske monitoreringssystemer.

En viktig salgsdriver for 3M i årene fremover er fremvoksende markeder som utgjør nær 50% av resultatene. 3M sin brede produktportefølje redu-



serer risikoen knyttet til enkeltprodukter og enkeltkunder.

Finansielt forventer vi en resultatvekst per aksje på 10% i året. Utbyttet har økt 59 år på rad og ligger i dag på knapt 3%. 100% av resultatene konverteres til fri kontantstrøm og avkastningen på kapitalen er høy.

3M har de siste årene økt gjelden og tilbakekjøpet av egne aksjer. Under ledelse av Inge Thulin har 3M utviklet en klar strategi om hvilke produktområder de vil satse på.

3M Company				Industrials /Industrial Conglomerates			
Market Value (mill.)	111 734	Price	187,41	Price currency	USD		
Net debt (mill.)	8 869			Reporting currency	USD		
Enterprise Value (mill.)	120 603			FX rate (NOK)	8,34		
Year end (December)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Sales (mill.)	29 904	30 871	31 821	30 274	30 109	30 422	31 287
EBIT (Operating Income - mill.)	6 476	6 660	7 122	6 871	7 019	7 511	7 938
Net Income (reported - mill.)	4 444	4 659	4 956	4 833	5 050	5 223	5 558
Equity	17 575	17 502	13 109	11 708	10 298	9 463	9 070
Return on Equity (%)	25,3 %	26,6 %	37,8 %	41,3 %	49,0 %	55,2 %	61,3 %
EPS	6,3	6,7	7,5	7,6	8,2	8,6	9,4
Book value per share	25,6	26,4	20,6	19,2	17,3	15,7	14,6
DPS	2,4	2,5	3,4	4,1	4,4	4,7	5,0
Price/Earnings	14,7	20,9	21,9	19,9	21,9	21,8	19,9
Price/Book Value	3,6	5,3	8,0	7,8	10,3	11,9	12,9
EV/EBIT	10,4	15,1	15,9	15,2	17,0	16,1	15,2
Dividend Yield (%)	2,5 %	1,8 %	2,1 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,7 %



ODIN Forvaltning AS Fjordalléen 16,
N-0250 Oslo, P.O. Box 1771 Vika, N-0122 Oslo
Telefon: +47 24 00 48 00 Fax: +47 24 00 48 01
E-post: kundeservice@odinfond.no
www.odinfond.no